



Situación de la Deuda

Pública Colombiana

2012

CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA

Sandra Morelli Rico
Contralora General de la República

Carlos Felipe Córdoba Larrarte
Vicecontralor General de la República

Marta Patricia Tovar González
Secretario Privado

Jorge Enrique Espitia Zamora
Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas

Nelson Izáciga León
Contralor Delegado para Infraestructura Física y Telecomunicaciones, Comercio Exterior y Desarrollo Regional

Luis Alberto Higuera Malaver
Contralor Delegado para el sector Agropecuario

Ana María Silva Bermudez
Contralora Delegada para el sector de Minas y Energía

Carlos Eduardo Umaña Lizarazo
Contralor Delegado para el sector Social

Rafael Enrique Romero Cruz
Contralor Delegado para el sector Defensa, Justicia y Seguridad

Ligia Helena Borrero Restrepo
Contralora Delegada para Gestión Pública e Instituciones Financieras

Mauricio Cabrera Leal
Contralor Delegado para el Medio Ambiente

Javier Alonso Lastra Fuscaldo
Contralor Delegado para Investigaciones, Juicios Fiscales y Jurisdicción Coactiva

Carlos Mario Zuluaga Pardo
Contralor Delegado para Participación Ciudadana

Carlos Augusto Cabrera Saavedra
Director Oficina de Planeación

Libardo Nuñez Paez
Director de Oficina de Sistemas e Informática

Jhon Jaiver Jaramillo Zapata
Director Oficina de Control Interno

Jesús Hernando Caldas Leyva
Director Oficina de Control Disciplinario

Ligia Helena Borrero Restrepo
Directora Oficina Jurídica (E)

Raimundo José Vélez Cabrales
Director Oficina de Capacitación, Producción de Tecnología y Relaciones Internacionales

Margarita María Berreneche Ortiz
Directora Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Sara Moreno Nova
Gerente del Talento Humano

Luz María Arbelaez Gálvez
Gerente Administrativa y Financiera



●●● **REPÚBLICA DE COLOMBIA**
Contraloría General de la República

Contralora General de la República
Sandra Morelli Rico

Carlos Felipe Córdoba Larrarte
Vicecontralor General de la República

Jorge Enrique Espitia Zamora
Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas

Coordinación del Informe:
Eduardo Enrique Rodríguez Ruiz
Director de Estudios Macroeconómicos

Luis Fernando Márquez Alzate
Director de Cuentas y Estadísticas Fiscales

Participaron en la elaboración de este informe:
Eduardo Enrique Rodríguez Ruiz
Miguel Alfonso Montoya Olarte
Luz Dary Cruz Piñeros
José Milton Romero Ramírez
Juan Pablo Radziunas Pulido

Estadísticas deuda pública:
Yolanda Manrique Herrera
Luz Dary Cruz Piñeros;
Marcel David Malagón Gómez.

Oficina de Comunicaciones y Publicaciones
Margarita María Barreneche Ortiz

Edición
Edgar Giovanni Zuleta Parra

Corrección de textos
Jaime Viana Saldarriaga

Diagramación
Edgar Giovanni Zuleta Parra

ISSN 1794-5356

Contraloría General de la República
Av. Esperanza No. 62-49 Edificio Gran Estación II
PBX: (57) 1 - 647 7000
Bogotá D.C., Colombia
Julio de 2013
www.contraloria.gov.co

Contenido

Introducción.....	9
--------------------------	----------

Vision general sobre la situación de la deuda pública 2011.....	11
--	-----------

Parte I

Capítulo I

Las repercusiones de la crisis financiera internacional.....	19
Crisis económica y fiscal en economías avanzadas.....	19
Antecedentes.....	19
La evolución y resultados de la crisis.....	21
La evolución de la crisis griega.....	25
Efecto de la crisis en las economías emergentes y Latinoamérica.....	28
Crisis global y efectos en activos financieros en Colombia.....	32
Prospectiva de la crisis e impacto en la economía colombiana.....	35

Parte II

Capítulo II

Resultado de la deuda del sector público colombiano.....	41
Deuda bruta del sector público colombiano.....	41
Deuda del gobierno nacional central (GNC).....	47
La deuda pública interna del GNC.....	48
Tenedores de Títulos TES B.....	50
TES corto plazo.....	54
Comportamiento de los TES en 2011: utilidades y pérdidas para tenedores.....	55
Deuda pública externa del GNC.....	61
Prestamistas de la deuda externa.....	64
Contratación de deuda pública del GNC.....	65
Emisiones de deuda interna.....	65
Contratación de la deuda externa.....	66
Emisión bono global 2021.....	66
Banca multilateral.....	68
El servicio de la deuda del gobierno nacional.....	69
Canje de TES de septiembre de 2011.....	71
Perfil de la deuda del GNC.....	76
Perfil de deuda interna.....	76
Perfil de deuda externa.....	77

La deuda del sector público descentralizado nacional.....	79
Deuda interna.....	80
Sector financiero.....	81
Sector minero.....	85
Sector eléctrico.....	88
Sector comunicaciones.....	89
Sector de seguridad social.....	89
Sector transporte.....	90
Sector educación.....	90
Corporaciones autónomas.....	90
Deuda externa.....	91
Contracción de las entidades descentralizadas y empresas.....	94
Deuda externa.....	94
Deuda interna.....	95

Capítulo III

La deuda territorial.....	99
Comportamiento de la deuda territorial 2011.....	99
Evolución del endeudamiento territorial, según origen del prestamista.....	104
Deuda externa.....	104
Deuda interna.....	106
Entidades descentralizadas.....	108
Departamentos.....	109
Capitales.....	112
No capitales.....	115

Capítulo IV

La sostenibilidad de la deuda del gobierno nacional.....	119
Determinantes de la deuda del GNC.....	120
Sostenibilidad y superávit requerido.....	125
Prospectiva de la sostenibilidad.....	126

Capítulo V

Temas especiales

Las nuevas formas de financiamiento.....	135
Asociaciones Público Privadas.....	136
Experiencias internacionales de APP.....	138
Vigencias futuras, Planes Departamentales de Agua y patrimonios autónomos.....	144

Anexo 1
Vigencias futuras.....147

Anexo 2
Patrimonios autónomos.....153



Introducción

La Contralora General de la República (CGR), en cumplimiento de sus funciones constitucionales y legales, presenta al Honorable Congreso de la República y al señor Presidente de la República, el informe sobre la situación de la deuda pública, de acuerdo con de tres objetivos básicos: i) el registro de la deuda; ii) el control macroeconómico a la deuda al presentar los saldos totales y su variación anual; y iii) la auditoría a la deuda pública y a las garantías otorgadas por el Estado a las entidades privadas.

El primer objetivo se desarrolla en cumplimiento del mandato constitucional (numeral 3 del artículo 268), de “llevar un registro de la deuda pública de la Nación y de las entidades territoriales”, reglamentado en la Ley 42 de 1993, en su artículo 43, que estableció que “Con el fin exclusivo de garantizar el adecuado registro de la deuda pública, todo documento constitutivo de la misma deberá someterse a la refrendación del Contralor General de la República”. Así mismo, el parágrafo de este artículo establece que: “Sin perjuicio de lo anterior, los órganos de control fiscal deberán llevar el registro de la deuda pública de las entidades territoriales y sus respectivos organismos descentralizados”.

El segundo objetivo se desarrolla en el ejercicio del control fiscal macroeconómico y con el fin de establecer la situación de las finanzas públicas. De tal manera, el parágrafo del artículo 39, determinó que “ El Contralor General de la República... informará el estado de la deuda pública Nacional y de las entidades territoriales al finalizar cada año fiscal”; y, asimismo, el artículo 41 de la Ley 42 estableció que el Contralor General de la República “en cumplimiento de la función de certificar la situación de las finanzas del Estado y rendir el respectivo informe al Congreso y al Presidente de la República, deberá tener en cuenta los ingresos y gastos totales, el superávit o déficit fiscal, presupuestal, Tesorería, operaciones efectivas (caja) y el registro de la deuda total”.

El tercer objetivo hace referencia al proceso auditor con dos fines: la auditoría al Balance General de la Nación, donde se verifican los registros definitivos en la contabilidad financiera (saldos), la consistencia con los preceptos internacionalmente aceptados y la consistencia con los registros presupuestales (flujos); y en segunda instancia, hace referencia a la auditoría a los recursos del crédito que de manera oficiosa realiza la CGR anualmente dentro del Programa General de Auditoría, y que puede incluir el mandato del artículo 44 de La ley 42 de 1993, el cual establece que “Los recursos provenientes de empréstitos garantizados por la Nación y otorgados a cualquier persona o entidad estarán sometidos a la vigilancia de la Contraloría General de la República en los términos que se establecen en la presente Ley y en

las reglamentaciones que para el efecto expida el Contralor General”. No obstante, el parágrafo aclara que “Cuando se trate de entidades no sometidas a la vigilancia de la Contraloría General de la República, el control previsto en este artículo sólo se aplicará sobre los proyectos, planes o programas financiados con el empréstito”.

Por lo tanto, en cumplimiento de los anteriores mandatos, la Contralora General de la República rinde el presente informe sobre la situación de la deuda pública, analizando los registros efectuados durante la vigencia 2012 y presenta los resultados de la deuda pública, en cuanto a saldos, variación anual (desembolsos, amortizaciones), costo (intereses) y perfiles de vencimiento, como uno de los elementos importantes de la hacienda pública, consistentes con la situación fiscal (la variación de la deuda entre vigencias es igual al déficit fiscal).

El presente informe analiza la situación de la deuda pública para la vigencia 2012, teniendo en cuenta la siguiente estructura: el primer capítulo es el resumen ejecutivo donde se presentan las principales cifras y acontecimientos ocurridos en la vigencia, en cuanto a la gestión de la deuda pública del país, procurando registrar las principales conclusiones y recomendaciones por parte del órgano de control fiscal. El resto del informe se divide en tres partes fundamentales: las implicaciones de la situación fiscal internacional y el análisis de la crisis financiera internacional, los resultados generales y detallados de los saldos de la deuda y su servicio en la vigencia 2012 y, por último, se analiza la vulnerabilidad de la deuda y su sostenibilidad en el mediano plazo.

El primer segmento aborda las principales repercusiones de la crisis europea y de Norteamérica, frente a las variables macroeconómicas como la tasa de cambio, las tasas de interés, la acumulación de reservas internacionales y, en últimas, sobre el crecimiento económico. En consecuencia, se registra el aumento de la deuda a niveles insospechados, llegando al punto de que en algunos países simplemente no puede pagarse. En síntesis, en 2012 la deuda pública constituyó el mayor problema macroeconómico en Grecia, Portugal e Italia, y más recientemente en la Isla de Chipre.

En Irlanda y España, donde el problema se dio con deuda privada, el crecimiento acelerado de los créditos hipotecarios hasta 2007 elevó los precios inmobiliarios, en lo que se conoce como “burbuja especulativa”. Al producirse la “gran recesión”, muchos créditos quedaron impagos, lo que paralizó la construcción y puso en dificultades a los bancos locales, endeudados, a su vez, con bancos alemanes y franceses.

En la segunda parte se presentan los resultados oficiales de los saldos de la deuda pública, tanto del gobierno nacional como del resto del sector público y se analiza

la estructura y evolución de la deuda. Evidentemente, los indicadores frente a la deuda mejoraron sustancialmente, aunque en este capítulo se muestra con detalle cuáles fueron las causas de dicha caída y qué tanto de ella se debió a cambios en la estructura de las finanzas colombianas, el peso del desempeño del gobierno frente al superávit registrado en las empresas, las regalías y el sector descentralizado territorial.

Por último, se hace un análisis de la vulnerabilidad y la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo y se analiza la ley del cupo de endeudamiento de la Nación.

Una visión general sobre la situación de la deuda pública en 2012

La economía global continuó en la incertidumbre de una nueva recesión, tras una débil recuperación en 2011 y 2012 y la entrada de nuevos países en el ranking de las economías en crisis presionadas por la caída de la actividad productiva, altas tasas de desempleo, el estancamiento y mayores necesidades de financiamiento como fue el caso de Chipre; o la profundización de la crisis como ocurrió en España. En el ámbito europeo se plantean varias discusiones entre las cuales está la revisión total del modelo “euro” y la integración de los países, o la discusión si el modelo implantado por Alemania hacia el resto de países que exige mayor austeridad en el gasto para mejorar el déficit y honrar sus compromisos es el viable, o si por el contrario, lo que deben hacer es inducir el crecimiento económico con mayor inversión pública financiada con deuda, a pesar de los volúmenes que ya registran dichos países.

Con una pérdida de dinamismo del nivel de producto y el deterioro de los resultados fiscales, según el FMI la deuda como proporción del PIB de las economías avanzadas se elevó del 73,4% en 2007 al 99,3% en 2010 y 103,5% durante 2011. Esto se tradujo en un aumento de las tasas de desempleo y en mayores tasas de interés exigidas por los mercados a las emisiones de títulos de deuda soberana, especialmente las colocaciones de deuda de Grecia, Portugal y España, los cuales no vieron fácil la emisión de bonos para refinanciar su deuda.

Mientras que el mundo está en crisis, Colombia en 2012 logró mantener sus niveles de endeudamiento en la medida en que no contrató mayores volúmenes de créditos sino los suficientes para realizar el roll over de la deuda, a pesar de que los efectos de la crisis ya estaban afectando los mercados latinoamericanos, muchos de los cuales tomaron medidas importantes para no sucumbir a sus repercusiones. Colombia mantuvo una política austera de gasto con un crecimiento económico moderado, que, aun cuando se redujo, se mantuvo en los niveles históricos; la inflación está ajustada a las metas del Banco de la República, y las tasas de interés también son las más bajas en varios años. Todo ello, mostrando que la deuda del país en las condiciones actuales es sostenible.

El impacto de la crisis europea para Colombia, según las cifras reportadas, por lo menos en lo referente al comercio directo no pareciera tener mayores repercusiones; las cifras de exportaciones hacia la Unión Europea, reportadas por el DANE, muestran una ligera caída de 1,4%, en 2008 y 2010, con respecto al promedio de los últimos 10 años. Pero para los años posteriores, 2011 y 2012, alcanzaron un crecimiento superior en 1,6% y 1% respectivamente, al representar el 15% y el 16%, de las exportaciones totales.

Si bien es cierto que la crisis mundial afecta directamente los volúmenes de comercio internacional, Colombia no ha sentido especialmente este hecho, y las relaciones con la Unión Europea, que es su segundo socio comercial más importante, después de que los problemas con Venezuela redujeran el comercio bilateral, se mantiene con una ligera tendencia al alza. Y para el caso Chino, como se afirmó antes, este mantiene una tendencia más firme al alza. Pese a que la crisis económica redujo, y en tanto se mantenga, reducirá el volumen de las exportaciones de materias primas desde América Latina y África a China, a la vez que disminuirá la demanda de las exportaciones industriales asiáticas desde Europa, dos caras de la misma moneda en nada convenientes para un mayor crecimiento, no han provocado recesión en los países latinoamericanos.

Los indicadores de la deuda pública colombiana explícita mejoraron notablemente en 2012 como efecto de muchos factores: la apreciación de la tasa de cambio, la reducción de las tasas de interés internacionales y las menores necesidades de financiamiento del gobierno nacional, debido al mayor recaudo tributario de 2011 y 2012, que redujo el déficit en unos puntos porcentuales respecto al PIB.

En estas consideraciones de la CGR, cabe hacer una advertencia, pues como se ha insistido, existe una deuda contingente que es necesario registrar en el balance fiscal como en el saldo de la deuda, para que de esta forma no se subestime su monto; puesto que además de la deuda pensional explícita (emisión de bonos pensionales), así como el pasivo que no se registra en su totalidad en la contabilidad pública, deberán registrarse las vigencias futuras mal constituidas y los contratos de APP que hayan realizado mediante el uso de titularizaciones.

Por tanto, bajo ese ambiente de las finanzas, el informe sobre la situación de la deuda en la vigencia 2012, presenta los siguientes puntos fundamentales que dan cuenta de la visión general que tuvo el país en materia del financiamiento del déficit fiscal y la estrategia del endeudamiento en general:

- Monto y composición de la deuda, según prestatarios. La deuda pública bruta ascendió a \$272,6 billones en la vigencia 2012, equivalente al 41,03% del PIB; de este monto el gobierno nacional central (GNC) adeuda \$224,057 billones (33,72% del PIB) y a las entidades descentralizadas nacionales \$21,50 billones (3,23% del PIB); Por su parte, en el ámbito territorial, el nivel central (departamentos, distritos y municipios) registró un endeudamiento de \$7,88 billones (1,2% del PIB), y el descentralizado por servicios alcanzó una deuda de \$19,17 billones (2,9% del PIB).
- Variación de la deuda, según prestatarios. Entre 2011 y 2012 la deuda bruta total presentó un incremento de \$3,86 billones, cuya variación se concentró en los saldos de las entidades descentralizadas del nivel nacional, específicamente por el

monto contratado por Reficar - Ecopetrol. En este ámbito se obtuvo un incremento en sus pasivos de \$4,64 billones. Por su parte, el crecimiento del endeudamiento del GNC, fue mínimo al presentar una variación de \$366.400 millones. Las entidades territoriales disminuyeron sus saldos en \$712.700 millones, debido principalmente a que disminuyeron su contratación de deuda, a los stocks de recursos de las regalías no ejecutados, con lo cual en el agregado se obtuvo un superávit fiscal que implicó menor endeudamiento.

Estos resultados son reflejo del crecimiento nominal de la economía colombiana entre 2010 y 2012 lo cual, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), hizo que la deuda registrara un descenso, al pasar del 47,3% del PIB en 2010 al 43,2% en 2011 y al 41,0% en 2012. Este comportamiento estuvo condicionado principalmente por la reducción de la deuda del gobierno, que pasó del 37,8% al 36,0 y 33,72% del PIB durante esos mismos años. Las entidades descentralizadas nacionales lo hicieron del 4,8% al 2,7% y volvió a subir al 3,2% del PIB en el mismo período; mientras que las territoriales pasaron del 4,6% del PIB al 4,5% y 4,1%, respectivamente.

- Composición de la deuda interna, según prestatarios. El saldo de la deuda interna del sector público llegó a los \$193,1 billones, equivalentes al 29,06% del PIB. De este saldo, le correspondieron al gobierno nacional \$164,35 billones (24,73% del PIB), concentrados en un 92,7% en títulos de tesorería (TES B). Los pasivos de este tipo, a cargo de las entidades descentralizadas del nivel nacional, alcanzaron los \$10,7 billones y en el ámbito territorial los gobiernos centrales registraron \$6,2 billones, en tanto que las entidades descentralizadas alcanzaron \$11,85 billones, por servicios.

- Variación de la deuda interna. La deuda pública interna registró un incremento de \$4,35 billones en 2012, que obedeció, esencialmente, al crecimiento de la deuda del Gobierno por \$4,83 billones; mientras que las entidades descentralizadas nacionales presentaron un incremento de solo \$28.700 millones, tendencia similar a las entidades territoriales que disminuyeron sus saldos en \$499.500 millones.

- Composición de la deuda externa, según prestatarios. La deuda pública externa en la vigencia 2012, ascendió a \$79,32 billones, equivalentes al 11,94% del PIB y presentó una leve disminución de 67.000 millones frente al resultado de 2011. Este resultado muestra la compensación que existió en el nivel nacional pues del monto total de la deuda externa \$59,52 billones correspondieron al GNC (80,51% del total) con una reducción de \$4,46 frente al saldo registrado en 2011; mientras que las entidades descentralizadas nacionales registraron un saldo de \$10,79 billones mostrando un incremento de \$4,61 billones frente al saldo arrojado en 2011.

Por su parte, las entidades de nivel central territorial se adeudaron externamente \$9,01 billones, con una disminución de 213.000 millones frente a 2011. El endeudamiento del nivel central territorial alcanzó los \$1,6 billones y se concentró en cuatro departamentos (Antioquia, Cundinamarca, Cesar y La Guajira), tres municipios (Cali, Pasto y Medellín); y dos Distritos (Bogotá D.C. y Cartagena de Indias). Las entidades descentralizadas obtuvieron un nivel de endeudamiento de \$7,32 billones con una leve reducción de \$58.000 millones respecto a la vigencia anterior

- Deuda externa en dólares. Las mayores contrataciones externas hicieron que el sector público colombiano (SPC) alcanzara el más alto nivel de endeudamiento al registrar un monto de US \$44.858 millones, superior en US \$3.954 millones (9,77%) respecto de la vigencia 2011.
- Por nivel de gobierno. La deuda externa se concentró en el gobierno nacional con US \$33.661 millones, lo que representó un incremento del 10,10%; las entidades descentralizadas nacionales alcanzaron un nivel de endeudamiento externo de US \$6.104 millones con un crecimiento del 91,74% frente al saldo registrado en 2011; los gobiernos centrales registraron un saldo de US \$953 millones, con un incremento de US \$ 5,88 millones frente al presentado en 2011; mientras que las entidades descentralizadas territoriales alcanzaron una deuda de US \$4.140 millones, un 9% más que el registrado en la vigencia anterior

Deuda externa según prestamistas. En la vigencia 2012 la estructura de los prestamistas externos reafirma la tendencia de endeudamiento del SPC, al concentrar el 87% de su deuda en dos fuentes principales: bonos en los mercados externos (52,6%) y en el apoyo directo de los contratos con la banca multilateral (36,1%). Mientras que los demás prestamistas se dividieron el saldo restante entre la banca comercial (5,7%), gobiernos (1,1%), banca de fomento (4,6%) y proveedores (0.1%). En 2012 el Gobierno colocó bonos en el mercado norteamericano por US \$2.410 millones, tendientes al financiamiento presupuestal, con lo cual la deuda en bonos alcanzó los US \$23.597,24 millones frente a los arrojados en la vigencia anterior que alcanzaron los US \$22.023,22 millones; la banca multilateral, que subió a US \$16.197,48 millones, por desembolsos de US \$896,97 millones; y amortizaciones de \$866,89 millones, especialmente con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Cabe resaltar el desembolso obtenido de la banca de fomento por \$2.005 millones con lo cual su saldo alcanzó los US\$ 2.058.78 millones, frente a los US\$ 61,49 millones registrado en 2011. El resto del endeudamiento se concentró en la banca comercial (US \$2.453,65 millones), gobiernos (US\$ 510,24 millones) y proveedores (US\$ 38,26 millones).

- Deuda del gobierno nacional central. La deuda bruta total del GNC a 31 de diciembre de 2012, alcanzó los \$224,05 billones, representando el 33,72% del PIB, con lo cual superó en \$363.000 millones el saldo registrado en 2011. De dicho monto, le correspondió a la deuda interna \$164,54 billones (24,76% del PIB) y a la deuda externa \$59,52 billones (8,96% del PIB). La administración de la deuda pública del GNC llevó a incrementar los saldos de la deuda interna y externa en pesos y en dólares: mientras que la primera aumentó en \$4,83 billones, la segunda decreció en \$4,46 billones, presentándose un efecto neutro sobre el incremento de la deuda del gobierno nacional, al crecer en la vigencia apenas un 0,16%.
- Composición de la deuda interna, según los títulos en circulación De acuerdo con los saldos registrados por los diversos títulos y cuentas que componen la deuda interna del GNC, los TES B representaron en 2012 el 91,3% del total de la deuda, que significó un 0,5% más que la proporción presentada en 2011 (90,8%). Si se añade el peso de los bonos (valor constante y pensionales) y los TES B, se constituyó casi la totalidad de la deuda interna (99,96%)
- Composición de la deuda interna, según prestamistas. El saldo de TES B en circulación al cierre de 2012 se ubicó en \$149,98 billones superior en \$11,3 billones frente al registrado en 2011 que alcanzó los \$138,67 billones. Del monto total, \$108,45 están en poder del sector privado (72,31% del total), lo cual significó un aumento de \$18,99 billones (21,23%), respecto del valor registrado al cierre de 2011.

En el sector privado se destacó el incremento en el saldo de TES que mantienen los fondos de pensiones y cesantías, al pasar de \$39,53 billones en 2011 a \$42,52 billones en 2012, con un crecimiento del 7,56%, porcentaje significativo en la medida en que los fondos concentraron la mayor parte de TES del sector privado (28,35% del total). De igual manera, se destaca la dinámica de los bancos, corporaciones y fondos mutuos con un crecimiento de \$6,09 billones (27,36%), entre 2011 y 2012, para alcanzar un monto de \$28,32 billones.

De \$41,5 billones que poseía el sector público en TES al cierre de 2012, el nivel nacional concentró la mayor parte de tenencia de los mismos con 37,49 billones (25% del total de TES B), dentro del cual el sector financiero público más el Banco de la República poseen \$24,73 billones (16,49%); le siguen los saldos pertenecientes a los fondos de pensiones y fiducias públicas por \$3,71 billones (2,48%) con una caída vertiginosa frente al saldo registrado en 2011 que ascendió a \$13,3 billones, originado en el cierre de los portafolios de FONPET que registraban un monto de \$5,87 billones en 2011; y, por último, los TES en poder del nivel territorial que alcanzaron los \$321.980 millones, dato similar al arrojado en 2011 por \$352.000 millones. Entre las entidades públicas con mayores montos de TES en 2012, estuvieron: el Banco Agrario con \$7,6 billones con un incremento frente a

2011 del 9,32%; Caja de Vivienda Militar con un saldo de \$4,0 billones y un incremento anual del 6,17%; Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) con \$1,5 billones; SENA con 1,16 billones; y el ICBF con 456.000 millones, entre los más sobresalientes.

- Servicio de la deuda. El servicio total de la deuda del GNC en 2012 alcanzó los \$43,22 billones (5,86% del PIB), de los cuales el pago a la deuda interna se situó en \$36,24 billones y la externa en \$6,98 billones. Estas cifras incluyeron el total del servicio de la deuda de largo plazo (externa e interna), la emisión de bonos Fogafin, los bonos de valor constante y los bonos para las universidades y se incluyó el servicio de los TES de corto plazo que alcanzó los \$6,2 billones; acá no se incluyeron los pagarés de la Tesorería.

- La deuda intergubernamental y el riesgo de mercado. Como se ha mostrado aquí, buena parte de los mayores tenedores de TES del sector público están concentrados en el sector financiero incluyendo a los fondos de pensiones público o patrimonios autónomos que amparan pensiones públicas. Esta situación amerita un mayor seguimiento ya que se convierte en un sector sensible a muchas variables que no necesariamente dependen de estas entidades para el manejo de sus portafolios como la política monetaria de Estados Unidos, las tasas de interés interna y externas, la inflación, etc., lo que lleva a tener un manejo prudente no solo de las inversiones sino de las decisiones del gobierno en materia de política monetaria y cambiaria.

Aun cuando las inversiones de TES por parte del sector público se han reducido y se espera que en los siguientes años sean menores, dada la entrada en vigencia de la Cuenta Única Nacional (CUN), la CGR insiste en llamar la atención sobre los montos de inversión en dichos títulos que siguen siendo elevados, tanto para los establecimientos públicos como para las empresas nacionales. Esta situación plantea inquietudes frente a la decisiones de inversión y el objeto social para el que fueron creadas, en cuanto a su función como entidades estatales que deben suplir necesidades básicas colectivas y no a la asignación de partidas presupuestales para obtener rendimientos financieros especulando en los mercados de capitales, en condiciones que pueden conducir a registrar pérdidas ante comportamientos adversos del mercado interno o el de divisas y generar un daño patrimonial.

Recuérdese que son varios los casos de entidades que realizaron inversiones e indujeron a pérdidas al sector público como tal (departamento de Casanare, Meta, Cauca, Nariño, municipios de Villavicencio, Yumbo, Castilla la Nueva, y la Corporación Autónoma de Cundinamarca (CAR), entre otras).

- TES corto plazo. El manejo de los TES de corto plazo cambió radicalmente en la vigencia de 2012 frente a los años anteriores, dado que solamente en enero se realizaron emisiones de este tipo de títulos por \$813.000 millones, y a lo largo del año se amortizaron los saldos de TES expedidos en la vigencia de 2011, que ascendían

a \$6,2 billones, con lo cual al finalizar la vigencia de 2012, por este rubro solo adeudaba la Nación \$213.000 millones.

- TES de contracción monetaria. En la vigencia 2012 comenzaron a utilizarse los TES de contracción monetaria, creados por el artículo 269 de la Ley 1450 de 2011, ley del Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, y reglamentados por medio de la Resolución Externa 2 de 2012 del Banco de la República. Con referencia a la emisión de TES-CM (control monetario) está dirigida solamente para regular la liquidez de la economía; los TES-CM constituyen un incremento en la deuda bruta del Gobierno; otro efecto en el mercado que ocasionaría es un incremento en la oferta de títulos de deuda lo que presiona las tasas de interés al alza.

- Evolución del endeudamiento territorial. El saldo de la deuda pública de las entidades territoriales al cierre de 2012 alcanzó los \$27,05 billones (4,07% del PIB), monto menor en \$713.000 millones frente al registrado en 2011. Los montos correspondientes al nivel territorial de gobierno, representan cerca del 10% del total de la deuda del gobierno nacional (\$268,3 billones). La dinámica de las entidades estuvo orientada a la reducción de los saldos, especialmente en los gobiernos centrales, mientras que en los entes descentralizados creció apenas en 127.000 millones en el mismo lapso. Los departamentos cayeron en \$451.000 millones, los municipios capitales en \$399.000 millones y los municipios no capitales aumentaron su stock de deuda en 10.000 millones. En 2012 la disminución del saldo nominal de la deuda territorial estuvo acompañada de una reducción frente al PIB al perder cuarenta puntos básicos, pasando de 4,47% a 4,07% del PIB. Por su parte, la disminución del saldo real en las entidades descentralizadas fue de 17 puntos básicos del PIB (del 3,06% al 2,89%), compensados parcialmente por los gobiernos centrales, que perdieron 21 p.b. (1,40% a 1,19%)

- La vulnerabilidad de la deuda: las reservas internacionales. Las reservas internacionales (RI) brutas del país ascendieron a US\$ 37.474,1 millones al finalizar 2012, estas corresponden a unas reservas internacionales netas por US\$ 37.466,6 millones. El incremento anual equivale a US\$ 5.171,2 m (16%). Valoradas a precios de mercado, las reservas brutas alcanzaron los \$66.263 miles de millones superiores en \$3.508 miles de millones (5,6%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2011. El mayor valor en pesos se descompone en dos ítems: de una parte, la acumulación de divisas por \$9.106,9 miles de millones; y segundo, el menor valor en pesos del saldo de reservas internacionales por \$ 5.598,9 miles de millones, por efecto de la revaluación del peso frente al dólar.

Desde el punto de vista fiscal, la importancia del resultado financiero del Banco de la República radica en que parte de las utilidades se transfieren al GNC como uno de los cuatro mecanismos de financiamiento del déficit fiscal, además del crédito interno, el crédito externo y las privatizaciones. En promedio, desde 1996 y hasta

2009 (antes de que comenzara a generar pérdidas), la transferencia de utilidades al gobierno por parte del Banco de la República representaron cerca del 6,5% del financiamiento del GNC. Desde 2010 el Banco no realiza giros de utilidades al gobierno nacional central.

- La futura sostenibilidad de la deuda. Al efecto negativo que sobre la deuda a PIB generó el crecimiento, el superávit primario, la revaluación y la reducción de la tasa de interés externa, se opuso el efecto positivo de la tasa de interés interna, como ha sido característico en los últimos años. Esta tasa se ubicó en términos nominales en 8,5%, esto es, 5,9% en términos reales, generando por sí sola un aumento de la deuda del orden del 1,8% del PIB. El efecto neto de la tasa de interés real de la deuda en 2012 fue positivo sobre la variación de la deuda a PIB, tal como en los últimos años, en la medida en que el impacto de la tasa interna (5,9%) fue superior a la magnitud de la tasa de interés externa real (0,7%), efecto que se refuerza debido al peso de la deuda interna (73% del total) frente a la deuda externa (27%). La tasa de interés real de la deuda pasó, entonces, del 3,6% en 2011 al 4,5% en 2012, lo que se tradujo en una presión sobre la deuda del 1,5% del PIB. Paradójicamente, tanto la tasa de interés interna como la externa se redujeron en términos nominales, sin embargo, aumentaron en términos reales debido a la menor inflación en 2012.
- El superávit primario del GNC en 2012 (0,23% del PIB) superó levemente el superávit requerido para no aumentar la deuda a PIB, el cual, de acuerdo a las condiciones macroeconómicas, era del 0,17% del PIB. De esta forma, la brecha entre el balance primario requerido y observado en 2012 fue de 0,06% del PIB, casi un punto del PIB inferior a la brecha en 2011, cuando alcanzó el 0,93% del PIB. En otras palabras, en los dos últimos años el Gobierno alcanzó superávits primarios que superaron (mas en 2011 que en 2012) los superávits requeridos de acuerdo a las condiciones macroeconómicas (tasa de interés real, crecimiento económico, tasa de cambio), lo cual derivó en una reducción de la deuda a PIB.
- Con la regla fiscal se prevé que, ante esta situación, el Gobierno eleve el gasto para amortiguar el impacto de la caída del producto, por lo que se permitiría transitoriamente un aumento del déficit primario (y por lo tanto de la deuda) pero con un ajuste posterior en la medida en que la economía se recupere. Si bien un crecimiento del 2,0% es poco probable (así como un aumento significativo de la tasa de interés interna y externa), una eventual caída de China o una drástica reversión de los precios de los commodities, podrían incidir en el desempeño de las economías latinoamericanas y de paso en la economía colombiana, afectando, por lo tanto, el balance primario, la brecha de tasa de interés y crecimiento que repercute en el nivel de la deuda a PIB.

SANDRA MORELLI RICO
CONTRALORA GENERAL DE LA REPÚBLICA

Parte I

*El contexto internacional
de la deuda colombiana*



La crisis en Europa y sus consecuencias en Colombia

La economía global continuó en la incertidumbre de una nueva recesión tras una débil recuperación en 2011 y 2012 y la entrada de nuevos países en el *ranking* de las economías en crisis, presionadas, en esta ocasión, por la caída de la actividad productiva, altas tasas de desempleo, el estancamiento y las mayores necesidades de financiamiento. Todo esto generó la necesidad de plantear varias discusiones, entre las cuales sobresale la revisión del modelo del “euro” o el implantado por Alemania hacia el resto de países, que radica en la aplicación de políticas de austeridad en el gasto para mejorar el déficit y honrar sus compromisos, pero a la vez, induce el financiamiento de la inversión pública con más deuda.

Al hacer referencia a la crisis de la Eurozona, se debe ir a los orígenes de la crisis en que se encuentra inmerso el resto del mundo globalizado. Como es conocido, su epicentro se ubica en los Estados Unidos de América, originado, en un principio y como elemento detonante, por la crisis de las hipotecas *subprime*¹, factor que por su pequeño tamaño, comparado con el mercado financiero, en principio no podría explicar la crisis, pero que sirvió como elemento de contagio a un sistema financiero caracterizado por el continuo desarrollo de “innovaciones financieras” (vulnerabilidades), en las que las hipotecas *subprime* se “*seguritizaron*”² por medio del “*Collateralized Debt Obligación*” (CDO) con el fin de volverlas líquidas y obtener nuevos recursos para realimentar el mercado inmobiliario. La comercialización de estos CDO se incentivó con una tasa de ganancia más elevada y el apoyo decidido de una calificación AAA, dada por las entidades encargadas de calificar el riesgo. Estas CDO³ pronto derivaron en nuevos títulos con el fin de cubrirse del riesgo, los cuales fueron denominados *Credit Default Swap* (CDS)⁴.

- 1 Aquí se suscribe como el elemento inicial, el punto de vista de Ben Bernanke de diferenciar entre el elemento desencadenante que llama detonante y las vulnerabilidades, que son la que realmente le dan las proporciones a la crisis. En: “Entérese rápidamente de la crisis financiera: guía de lectura para un fin de semana “Getting up to speed on the financial crisis: a one weekend reader’s guide” Gary Gorton Andrew Metrick.” Revista de Economía Institucional. <http://www.sci.unal.edu.co>.
- 2 Palabra entendida como el acto de volver líquido un título que no lo es.
- 3 Los CDO ofrecían la posibilidad de participar en pagos de diferente categoría, según se tratara de hipotecas prime o *subprime*. Estas últimas con mayor rendimiento, aunque las primeras garantizaran pagos preferenciales.
- 4 Según el Blog Salmón, que califica a los CDS como la más reciente innovación de Wall Street, para 2007 el monto en CDS era de “US\$45,5 billones, casi todo el PIB mundial” Pág. En Internet <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-son-los-credit-default-swaps>. Visitada el día 6 de mayo de 2013.

Las hipotecas *subprime* fueron, a su vez, el resultado de la relajación en las condiciones de otorgamiento de crédito con el fin de brindar acceso a personas con más baja capacidad de compra, aunque con condiciones más onerosas, como tasas de interés más altas o el embargo de la propiedad objeto de hipoteca. De tal forma, con un mayor riesgo subyacente en este tipo de hipoteca, su titularización mostró poco interés en la calidad de la hipoteca, tanto para vendedores como para compradores, especialmente en estos últimos que no sabían muy claramente lo que compraban, y que sumado a la segunda titularización (los CDS) hizo aún más difusos sus riesgos.

Desde el momento en que se presentaron los primeros incumplimientos en el pago de las hipotecas *subprime*, resultado del alto valor de los amortizaciones de una casa sobrevaluada, como reflejo de una “burbuja inmobiliaria”, los derivados de estos títulos comenzaron a perder valor, mientras sus poseedores deseaban deshacerse de ellos sin posibilidades de encontrar contraparte compradora, ocasionando la caída de su precio. Esta situación llegó, incluso, en el momento más crítico a contagiar otros tipos de derivados de mayor solidez, provocando una crisis patrimonial que afectó, en primer lugar, a los llamados bancos en la sombra⁵, para después irradiarse por todo el sistema financiero.

La globalización promovida por el modelo dominante en la economía ha dado como resultado la integración de los mercados financieros, aun antes que el de bienes y servicios, debido a la facilidad y rapidez con que las finanzas pueden atravesar los continentes y copar los más variados espacios. De este modo, la crisis financiera contagió los mercados mundiales y, muy especialmente, los europeos.

Pero si bien la anterior puede ser una caracterización del desarrollo de la crisis, una explicación sobre sus causas primeras se hace necesaria y en este propósito podemos encontrar dos grandes líneas explicativas: una proveniente de la corriente dominante y otra originada en una visión alternativa.

Desde el lado de la teoría dominante, la explicación reside en un exceso de gasto, tanto público como privado, soportado por la desregulación del sistema financiero, impulsado por una laxa política monetaria de bajas tasas de interés que facilitó el otorgamiento del crédito para consumo, de modo que el gasto ejecutado superaba el monto de los ingresos, disparando los volúmenes de deudas.

- 5 Los bancos en la sombra son entidades financieras que manejan gran cantidad de recursos no provenientes de depósitos y que canalizan los recursos en ellos depositados con el objetivo de obtener altas rentabilidades, entre los que encontramos: compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión, *hedge funds*, etc.

Para una visión económica alternativa, las causas se sitúan más lejos en el tiempo (finales de los años setenta), donde después de finalizada la crisis petrolera, se impuso el modelo económico neoliberal, primando, como eje rector, las fuerzas del mercado.

En esta interpretación, el mercado se considera como el “asignador” óptimo de los recursos, generando el máximo bienestar y donde cualquier perturbación de éste generará distorsiones y pérdidas en los niveles de bienestar de la comunidad.

Para el correcto funcionamiento del mercado se proclama la reducción del Estado, liderado por privatizaciones; la flexibilización del mercado laboral, con eliminación de salarios mínimos y tiempos de trabajo; la desregulación de las actividades económicas, permitiendo la libre entrada y competencia de capitales a los diversos sectores, que incluye mayor flexibilidad del sector financiero; la creación de estímulos tributarios reflejados en reducciones en las tasas impositivas, de modo que estimulen las actividades económicas; y un banco central independiente, cuyo objetivo exclusivo sea la regulación de la inflación por medio del manejo de la tasa de interés.

Bajo estas dos diferentes interpretaciones causales, se derivan diferentes diagnósticos de la crisis y, por supuesto, diferentes herramientas para su solución.

Del lado de la visión dominante de la economía, si la causa es el gasto excesivo, la solución no puede ser otra que la aplicación de políticas de austeridad —traducidas para el caso del sector público en ajuste fiscal—, que implica la reducción del gasto del gobierno con la consecuente baja en el nivel de empleo demandado por éste; la reducción de las políticas de bienestar en la búsqueda de un superávit fiscal primario que le permita atender los requerimientos de deuda; a la vez que una reducción en la proporción de la deuda como proporción del PIB⁶. El objetivo es entonces establecer los gastos al nivel de los ingresos.

Del lado del sector privado se requiere consolidar reformas estructurales en el mercado de trabajo, de forma que consienta una reducción de costos⁷ y un aumento de la disponibilidad horaria del trabajador, con el fin de facilitar la demanda laboral

- 6 Sobre este punto se daba por sentado que niveles de deuda superiores al 90%, como proporción del PIB, eran perjudiciales para un adecuado crecimiento de la economía; niveles mayores a este límite generaban un más lento crecimiento. Esta apreciación se daba por cierta después de los artículos publicados por Reinhart and Rogoff. Posición que ha sido rechazada en “Does High Public Debt Consistently Stie Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff” por Thomas Herndon_ Michael Ash Robert Pollin, quienes con los mismos datos concluyen que el resultado de los autores mencionado fue producto de manipulación de los datos.
- 7 Esto implicaría una reducción de ingresos cercana al 20% o 30%, según cálculos publicados por Oskar Lafontaine en “Precisamos restaurar o Sistema Monetário Europeu – “O casino tem de ser encerrado”, tomado de la página de internet http://resistir.info/alemanha/lafontaine_30abr13.html, visitada el día 9 de mayo del 2013. Oskar Lafontaine fue ministro de finanzas de Alemania en 1998 – 1999.

y reducir a mediano plazo la tasa de desempleo, a la vez que, de acuerdo con el diagnóstico, se elevaría la competitividad en relación con los demás países. De otra parte, se hace necesario regular el sistema financiero con una normatividad más estricta que impida su crecimiento desbordado⁸.

Todas estas medidas apuntan a una normalización del crecimiento a largo plazo, mientras que en el corto plazo se espera un sostenimiento de la situación, en tanto se toman las medidas pertinentes y éstas comienzan a surtir efecto.

Desde el lado de la visión alternativa, el diagnóstico se hace diferente: una vez adoptado el modelo económico neoliberal, comienza a forjarse una estructura económica propia caracterizada por:

- La redistribución del ingreso desde las clases trabajadoras a las ganancias y los salarios de dirección, lo que aumenta la brecha y la concentración del ingreso^{9 y 10}. Para este propósito se hace necesario introducir reformas de liberalización y flexibilización laboral, que reduzcan el papel del trabajo y la injerencia del Gobierno en la búsqueda del pleno empleo.
- Globalización del comercio, que incluye libre circulación de mercancías, servicios y flujos de capital, que lleva al desvanecimiento de las fronteras a través de la multiplicación de los tratados comerciales o a la creación de uniones comerciales entre países o regiones. Bajo los anteriores antecedentes la lectura de la crisis se hace diferente.

En primer lugar, y basado en las estadísticas oficiales publicadas por la Oficina Estadística de la Unión Europea (Eurostat), se considera que lo sucedido no fue precisamente un desbordado gasto de los gobiernos de los países en crisis. Todo lo contrario, para los países que enfrentaron un *boom* inmobiliario (España e Irlandia)

- 8 Esta medida, sin embargo, no deja de crear dudas por lo menos al jefe del Fondo Monetario Internacional, quien considera que medidas regulatorias sobre el sistema financiero conllevan el peligro de generar distorsiones en los mercados, empujando a la gente a tomar acciones para evadir tales restricciones. En "Olivier Blanchard's Five Lessons for Economists From the Financial Crisis". Pág. En Internet "<http://blogs.wsj.com/economics/2013/04/01/olivier-blanchards-five-lessons-for-economists-from-the-financial-crisis/>" Visitada abril 20 de 2013.
- 9 Sobre este particular existen diferentes estudios, de los cuales se citarán solo uno: "Finance-dominated Capitalism and Redistribution of Income: A Kaleckian Perspective. by Eckhard Hein. Working Paper No. 746. Levy Economics Institute. January 2013.
- 10 Para el caso de Alemania, el país menos afectado por la crisis, según las mismas estadísticas del gobierno federal, revelan que es un país de las mayores desigualdades de Europa en el reparto de la riqueza: el 50% de la población más pobre recibe el 1% (hace 10 años se apropiaba del 3%), el 10% más rico recibe el 53% y el 1% más rico se apropia del 23%. Cifras tomadas de [La vanguardia.com](http://www.lavanguardia.com). Jueves 9 de mayo 2013. Página de internet: <http://www.lavanguardia.com/internacional/20130422/54371440847/merkel-matiza-leyenda-alemania-pobre.html>.

da), los datos de déficit fiscal son bajos y más reducidos que los presentados por Alemania¹¹. Incluso, con excepción de Grecia, todos los países que hasta hoy han presentado las más agudas dificultades, logran antes del estallido de la crisis déficit fiscales inferiores a los del país germano (Cuadro 1.1).

El caso de Grecia es una historia muy particular, ya que de un lado contó con el contubernio de la banca de inversión más grande del mundo (Goldman Sachs) para ocultar sus verdaderas estadísticas gubernamentales y, de otro, la permisividad alemana sobre su déficit, permitiendo mantener una demanda sostenida sobre la industria germana.

Después del desencadenamiento de la crisis y de las consecuentes medidas de austeridad a las que se vieron obligados los países para acceder a la ayuda financiera, sus déficit fiscales aún se encuentran lejos de cumplir con las metas establecidas en el tratado de *Maastricht*, y ni siquiera han podido cumplir las metas impuestas al momento de recibir la ayuda financiera. La única y paradójica excepción es Alemania que, al contrario de todos los demás países, logró reducir su déficit superando los requerimientos establecidos (Cuadro 1.1).

Cuadro 1.1

Déficit del gobierno general Porcentaje del PIB

Pais	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chipre	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,3
Grecia	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0
Alemania	-1,6	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8	0,2
Francia	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Portugal	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4	-6,4
Italia	-3,4	-1,6	-2,7	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0
España	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6
Irlanda	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,8	-13,4	-7,6

Fuente: Eurostat.

Si se rechaza el mayor gasto estatal como causa de los problemas en Europa, se haría necesario volver a conceptualizar sobre las verdaderas causas de la crisis. Para este caso, referido a la balanza comercial, se pueden apreciar grandes diferencias en las cifras reportadas por Alemania con respecto a los demás países, donde se muestran los abultados excedentes de comercio alemán, ampliamente superiores a los registrados en los demás países y solo compartiendo con Irlanda valores positivos a lo largo del período expuesto (Cuadro 1.2).

- 11 Todas las referencias se harán con respecto a Alemania, dado que es el país más sólido económicamente de Europa y, además, que proclama como remedio a la crisis la más estricta austeridad.

Esta situación se explicó como efecto de la política alemana¹², basada en una estrategia de bajos salarios vigilada por el *Bundesbank*¹³ y alta productividad, cuyos factores permitieron altos grados de competitividad, tanto en precios como en calidad, con respecto al resto de Europa y especialmente con la periferia.

Cuadro 1.2

Balance comercial externo de bienes y servicios
Cifras en millones de euros

Pais	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chipre	-544	-993,1	-1,908,2	-955,6	-1,083,7	-778,4	9,9
Grecia	-23,865,9	-31,554,4	-33,781,0 (p)	-26,487,7 (p)	-20,606,1 (p)	-16,871,4 (p)	-9,744,1 (p)
Alemania	130,050,0	169,980,0	155,830,0	116,930,0	138,900,0	131,660,0	151,630,0
Francia	-18,799,0	-29,213,0	-40,689,0	-34,456,0	-42,148,0	-56,104,0	-42,741,8 (f)
Portugal	-13,972,6	-13,546,7	-17,323,0	-12,481,6	-13,329,7	-7,451,0 (p)	-833,2 (p)
Italia	-12,171,7	-3,889,0	-13,106,1	-8,066,8	-30,243,2	-23,652,4	19,186,7
España	-62,670,0	-70,788,0	-63,280,0	-19,522,0	-22,999,0	-8,432,0	10,700,0
Irlanda	17,132,8	17,061,2	16,303,9	26,017,1	29,484,1	34,916,6	39,499,3

F: Pronosticado p: Provisional

Fuente: Eurostat.

Alemania acompañó esta política —al amparo de la libre circulación de capitales, las bajas tasas de interés, la flexibilización de las condiciones financieras para el otorgamiento de créditos, la reducción de los salarios que hacía necesario el endeudamiento para mantener niveles de consumo preexistentes— y través de sus bancos financió el consumo y la inversión en los países periféricos, promoviendo, de este modo, elevados niveles de endeudamiento del sector privado, excitando la formación de “burujas” inmobiliarias, que absorbían sus exportaciones y sus excedentes de liquidez.

Esta política a la vez se retroalimentaba, dado que elevados niveles de consumo junto a una alza en los precios de los bienes inmobiliarios, fomentaban mayores tasas de inflación en la periferia, reduciendo la competitividad de sus bienes *vis a vis* con los alemanes y generando crecientes déficits en cuenta corriente. Además, por ser miembros de la zona euro, estos países no contaban con instrumentos de

- 12 Este modelo de desarrollo parece estar justificado dentro de Alemania por los costos en que tuvo que incurrir al momento de su unificación. Este modelo consiste en incentivar las exportaciones, vía disminución de costos o aumentos de productividad, no seguidos por aumentos salariales en igual escala, manteniendo una demanda interna reducida y desincentivando las importaciones. Ver Marcello de Cecco: “La ética Alemana y el espíritu del Euro” en Revista Circus. Tomado de la Repubblica, 26 marzo 2013. Pág. de Internet: <http://grupolujan-circus.blogspot.com.ar/2013/03/la-etica-alemana-y-el-espiritu-del-euro.html>.
- 13 El mercado laboral alemán es uno de los más regulados de la Unión Europea, al punto que en tanto los demás países del área veían crecer sus tasas de desempleo, Alemania las reducía como consecuencia de la disminución en la cantidad de horas laboradas como repuesta a la caída del PIB, para evitar el crecimiento de la tasa de paro. Pág. 94. Hay alternativas. Vicenc Navarro, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa. *Sequitur* _ ATTAC España 2011.

política monetaria o manejo de tasas de cambio, amén de no poder contar con una fuerte política fiscal que pudiera defender los intereses al interior de sus fronteras y no fueron creadas ni políticas ni instituciones a nivel regional para resolver posibles crisis.

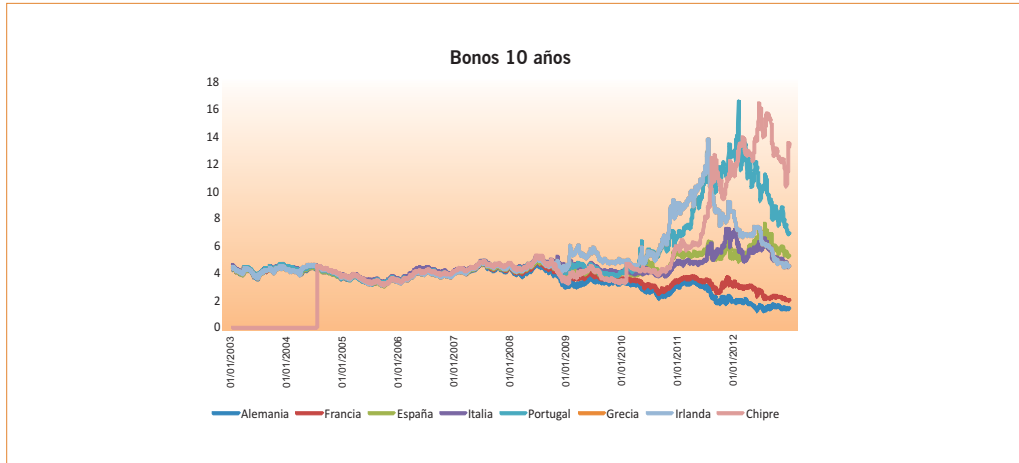
Una vez producida la crisis, el Banco Central Europeo no cumplió funciones de prestamista de última instancia, tal y como lo hizo la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). De tal manera, su funcionamiento estuvo exactamente de acuerdo con los planteamientos neoliberales de lograr, como único propósito, defender la inflación y mantener unas señales de mercado estables. Así las cosas, sus actuaciones en la crisis se limitaron a suministrar liquidez a los bancos comerciales (una tasa del 1%) o comprar bonos de los gobiernos en los mercados secundarios (por constitución tiene prohibido realizar compras directas), con el propósito de restablecer la credibilidad de los mercados.

El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), formado con un capital de 500.000 millones de euros, de los cuales los estados miembros deberán aportar 440.000 millones de euros, y donde la función Banco Central Europeo se limitará a gestionar los recursos, hace que brindar dineros a los países en problemas se haya vuelto más oneroso, como en el caso de Italia y España¹⁴, los cuales, si bien no han entrado en cesación de pagos si se encuentran en dificultades financieras, están siendo víctimas de la especulación sobre sus bonos soberanos y produciendo una elevación de los spread de su deuda, en referencia al de los bonos alemanes; de tal manera, que la consecución de recursos se hizo más costosa, a la vez que inferior a los rendimientos que deben pagar los países rescatados¹⁵. Caso contrario ocurre con Alemania, donde sus bonos al percibirse como cero riesgo mantienen tasas de interés mínimas, de modo que la captación de recursos se hace a bajos costos, esta vez inferiores a las tasas otorgadas a los países rescatados.

En tanto que Alemania y Francia ven caer sus tasas de rendimiento, para los bonos de 5 y 10 años, en el momento más crudo de la crisis, el comportamiento para los bonos del resto países se mostró al alza, con el agravante de la lenta intervención de las autoridades intraeuropeas y la imposibilidad de instrumentalizar políticas propias de salvataje ante el impedimento de contar con moneda propia, además de una muy limitada política fiscal que pueda reducir el rápido crecimiento de los *spread*. De este modo, las condiciones de mercado encarecen el acceso al crédito de los países en problemas y facilita la obtención de recursos a naciones con las mejores condiciones internas, alimentando un círculo vicioso, a la larga perjudicial para toda la región (Gráfico 1.1 y 1.2).

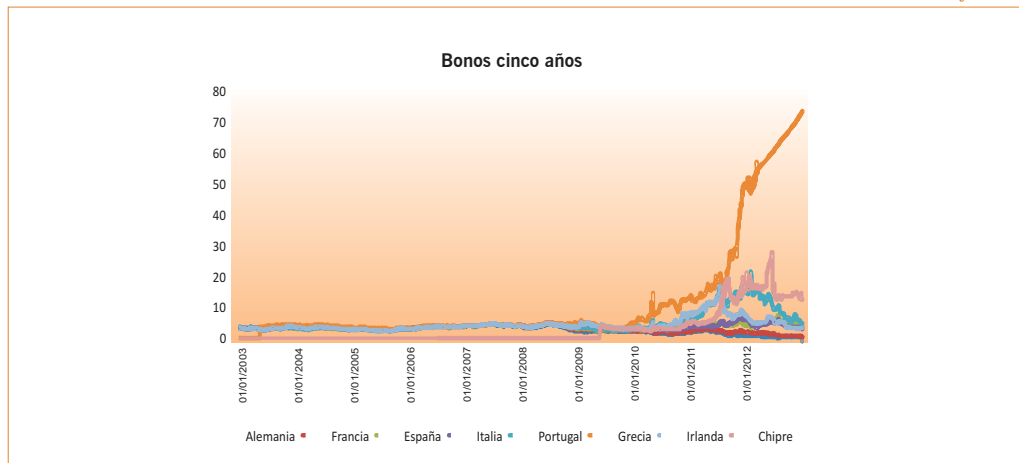
- 14 Si bien es cierto, España no ha recibido oficialmente un rescate, si obtuvo 40.000 millones de euros para brindar liquidez a sus bancos.
- 15 La tasa de interés asignada al rescate de Grecia se fijó en 5%, cuyo porcentaje superó en cinco veces la tasa de interés otorgada a los bancos privados.

Gráfico 1.1



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.2



Fuente: Bloomberg

Bajo el panorama anterior, y una vez producida la crisis de las *subprime* que afectó un ampliamente desarrollado mercado de derivados y perturbó la liquidez bancaria, frenando la inversión extranjera que alimentaba la deuda externa de los países periféricos, la crisis de deuda privada, especialmente la crisis bancaria, provocó la inmediata reacción de rescate de los gobiernos periféricos¹⁶. Este rescate no solo salvaba a los bancos nacionales, sino también los recursos de los bancos alemanes depositados en éstos¹⁷.

- 16 El rescate no fue exclusivo de los países periféricos, pues particularmente el gobierno Alemán en 2009 destinó cerca de medio billón de euros de recursos públicos para el rescate de sus bancos. Información tomada de: “La prensa alemana llora la pobreza de la nación” artículo de Rafael Poch en la Vanguardia. Página de internet: <http://www.lavanguardia.com/internacional/20130422/54371440847/merkel-matiza-leyenda-alemania-pobre.html>.
- 17 Para solo mencionar el último caso de rescate, el de los bancos chipriotas, los bancos alemanes eran los segundos mayores prestamistas, después de los rusos, con 7.000 millones de euros. *Ibíd.* Marcelo de Cecco.

Cuadro 1.3

Deuda pública como proporción del PIB

Pais	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chipre	64.7	58.8	48.9	58.5	61.3	71.1	85.8
Grecia	107.8	107.3	112.9	129.7	148.3	170.3	156.9
Alemania	68.0	65.2	66.8	74.5	82.4	80.4	81.9
Francia	64.1	64.2	68.2	79.2	82.4	85.8	90.2
Portugal	69.4	68.4	71.7	83.7	94.0	108.3	123.6
Italia	106.3	103.3	106.1	116.4	119.3	120.8	127.0
España	39.7	36.3	40.2	53.9	61.5	69.3	84.2
Irlanda	24.6	25.0	44.5	64.8	92.1	106.4	117.6

Fuente: Banco Central Europeo.

Entre tanto, se confirma la prudencia de la periferia al mostrar que su comportamiento fue, exceptuando, a Grecia e Italia, mucho más ajustado a las normas europeas que la propia Alemania, pero que una vez comenzaron a llevar a cabo la política de rescate bancario, sus niveles de deuda se dispararon superando los guarismos alemanes (Cuadro 1.3). De esta manera, no se comprueba una política de gasto excesivo de parte de los países periféricos y que, por el contrario, los actuales desbalances fueron producto de una muy reducida actividad privada interna a causa de la carencias de acceso al crédito, pese a los recursos recibidos por los bancos, que han preferido destinarlos a mejorar sus balances o especular con la deuda soberana de los países en problemas que dedicarlos a la finalidad para la que fueron facilitados por el Banco Central Europeo; además de una muy deprimida actividad estatal, producto del cumplimiento de los compromisos de reducción del gasto público.

Con ese marco general, donde se mostró que la crisis no fue el producto de gastos públicos desbordados y que el gasto privado es el resultado de la implementación de políticas neoliberales, no se podría afirmar, como lo hacen las instituciones europeas, los organismos internacionales o Alemania y Holanda, que la solución a la crisis es más austeridad. Por el contrario, estas políticas están profundizando la crisis: las tasas de crecimiento no responden y siguen en caída, las tasas de desempleo continúan creciendo, deprimiendo más la demanda agregada y llevando a un peligroso estado de estanflación (Cuadros 1.4 y 1.5).

En tanto el diagnóstico sea errado y no se implementen verdaderas instituciones de ayuda al interior de la eurozona para instrumentar sólidas medidas de salvamiento a los países en problemas, la crisis podría perdurar por un tiempo mayor. También y mientras se mantengan en aplicación las políticas que propician alto endeudamiento de las familias, al mantener unos salarios deprimidos; bajos recursos estatales,

producto de la reducción de impuestos al capital y las ganancias; un sistema financiero sin control y excesivamente crecido, con la potencialidad de generar agudas crisis; y un sector real deprimido y gobernado por el sector financiero, la posibilidad de un sólido camino a la recuperación se hará más difícil.

Cuadro 14

Tasas de crecimiento del PIB Porcentaje							
Pais	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chipre	4.1	5.1	3.6	-1.9	1.3	0.5	-2.4
Grecia	5.5	3.5	-0.2 (p)	-3.1 (p)	-4.9 (p)	-7.1 (p)	-6.4 (p)
Alemania	3.7	3.3	1.1	-5.1	4.2	3.0	0.7
Francia	2.5	2.3	-0.1	-3.1	1.7	1.7	0.0 (f)
Portugal	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.9	-1.6 (p)	-3.2 (p)
Italia	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.7	0.4	-2.4
España	4.1	3.5	0.9	-3.7	-0.3	0.4	-1.4
Irlanda	5.4	5.4	-2.1	-5.5	-0.8	1.4	0.9

b: series de tiempo rotas

p: provisional

Fuente: Eurostat

Cuadro 15

Tasas de desempleo Porcentaje							
Pais	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chipre	4,6	3,9	3,7	5,4	6,3	7,9	11,9
Grecia	8,9	8,3	7,7	9,5	12,6	17,7	24,3
Alemania	10,3	8,7	7,5	7,8	7,1	5,9	5,5
Francia	9,2	8,4	7,8	9,5	9,7	9,6	10,2
Portugal	8,6 (e)	8,9 (e)	8,5 (e)	10,6 (e)	12,0 (e)	12,9	15,9
Italia	6,8	6,1	6,7	7,8	8,4	8,4	10,7
España	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,7	25,0
Irlanda	4,5	4,7	6,4	12,0	13,9	14,7	14,7

e: estimado

Fuente: Eurostat

Revisando el impacto de la crisis europea para Colombia y según las cifras reportadas, por lo menos en lo referente al comercio directo, no parece tener mayores repercusiones. Las cifras de exportaciones hacia la Unión Europea, reportadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), muestran una ligera caída de 1,4% entre 2008 y 2010, con respecto al promedio de los últimos 10 años. Pero para los años posteriores, 2011 y 2012, alcanzaron un crecimiento

superior en 1,6% y 1%, respectivamente, al representar el 15% y el 16%, de las exportaciones totales.

Ahora bien, puede haber un efecto negativo indirecto de parte de la economía china, debido a la caída de sus exportaciones¹⁸, lo que podría reducir el volumen de importaciones de materias primas del gigante asiático y, por supuesto, una caída en el nivel de comercio con Colombia. Las cifras de exportaciones colombianas a China, no reflejan esta consecuencia: si bien en 2008 se registró la cifra más baja (1,2%) en el total de la participación de las exportaciones, su tendencia se ha mantenido creciente, al punto de registrar un valor record el año anterior (2012) con 5,6% de participación en las exportaciones totales.

En últimas, si bien es cierto que la crisis mundial afectó directamente los volúmenes de comercio internacional, Colombia no ha sentido especialmente este hecho, y las relaciones con la Unión Europea, que es su segundo socio comercial más importante después de que los problemas con Venezuela redujeran el comercio bilateral, se mantiene con una ligera tendencia al alza. Para el caso Chino, como se afirmó anteriormente, se mantiene una tendencia más firme al alza.

Pese a que la crisis económica redujo, y en tanto se mantenga, reducirá el volumen de las exportaciones de materias primas desde América Latina y África a China, a la vez que disminuirá la demanda de las exportaciones industriales asiáticas desde Europa, dos caras de la misma moneda, en nada convenientes para un mayor crecimiento, no han logrado provocar recesión en los países latinoamericanos.

- 18 Para el 2010, Japón, la Unión Europea y los Estados Unidos de América, representaban el 46% de las exportaciones Chinas.

Parte II
Los resultados de la deuda
colombiana

The image features a solid orange background. In the bottom right corner, there are several concentric, semi-transparent orange circles of varying sizes, creating a subtle graphic element. The text is positioned on the left side of the page, rendered in a white, italicized serif font.

La deuda del sector público colombiano

Deuda bruta del sector público colombiano

La deuda pública bruta ascendió a \$272,6 billones en la vigencia 2012, equivalente al 41,03% del PIB, de cuyo monto el gobierno nacional central (GNC) adeuda \$224,057 billones (33,72% del PIB) y las entidades descentralizadas del nivel nacional \$21,50 billones (3,23% del PIB). Por su parte, en el nivel territorial, el ámbito central (departamentos, distritos y municipios) registró un endeudamiento de \$7,88 billones (1,2% del PIB) y sus entidades descentralizadas, por servicios, alcanzó una deuda de \$19,17 billones (2,9% del PIB) (Cuadro 2.1).

Cuadro 2.1

Saldos de la deuda pública bruta

Entidad	Miles de millones de pesos			Variación 2012/11		% del PIB		
	2010	2011	2012	Absoluta	%	2010	2011	2012
Nivel nacional	232.102	240.548	245.552	5.003,6	3,64	42,59	38,70	36,95
Gobierno Central	205.571	223.690	224.057	366,4	8,81	37,72	35,99	33,72
Entidades descentralizadas	26.531	16.858	21.495	4.637,2	-36,46	4,87	2,71	3,23
Nivel territorial	25.171	27.765	27.052	-712,7	10,30	4,62	4,47	4,07
Gobiernos centrales	7.393	8.721	7.881	-840,1	17,96	1,36	1,40	1,19
Departamentos	2.385	2.999	2.548	-451,0	25,76	0,44	0,48	0,38
Capitales	3.545	3.863	3.464	-398,9	8,98	0,65	0,62	0,52
No Capitales	1.464	1.859	1.869	9,8	27,02	0,27	0,30	0,28
Entidades descentralizadas	17.778	19.044	19.171	127,4	7,12	3,26	3,06	2,89
Total sector público	257.274	268.313	272.604	3.858,6	4,29	47,21	43,16	41,03

Fuente: CGR, CDEFP

Entre 2011 y 2012 la deuda bruta total presentó un incremento de \$3,86 billones, cuya variación se concentró en los saldos de las entidades descentralizadas del nivel nacional, específicamente por el monto contratado por Reficar - Ecopetrol. En este ámbito se obtuvo un incremento en sus pasivos de \$4,64 billones. Entre tanto, el crecimiento del endeudamiento del GNC, fue mínimo al presentar una variación de \$366.400 millones, mientras que las entidades territoriales disminuyeron sus saldos en \$712.700 millones, principalmente debido a que disminuyeron su contratación de deuda, a los stocks de recursos de las regalías no ejecutados, con lo

cual en el agregado se obtuvo un superávit fiscal que implicó menor endeudamiento (Cuadro 2.1).

Estos resultados fueron el reflejo del crecimiento de la economía colombiana entre 2010 y 2012, lo cual, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), hizo que la deuda registrara un descenso, al pasar del 47,3% del PIB en 2010 al 43,2% en 2011 y al 41,0% en 2012. Este comportamiento estuvo condicionado, principalmente, por la reducción de la deuda del Gobierno, que pasó del 37,8% al 36,0% y 33,72% del PIB durante esos mismos años; las entidades descentralizadas nacionales lo hicieron del 4,8% al 2,7%, volviendo a subir al 3,2% del PIB en el mismo período; mientras que, por su parte, las territoriales pasaron del 4,6% del PIB al 4,5% y 4,1%, respectivamente (Cuadro 2.1).

Deuda interna del sector público

El gobierno colombiano continuó con la estrategia de reducir de la deuda en la vigencia de 2012, al endeudarse principalmente en pesos, disminuyendo su exposición en moneda extranjera y evitando monetizar los nuevos créditos para no afectar la tasa de cambio interna.

En términos nominales, durante la vigencia 2012 se alcanzó el monto más alto en el saldo de la deuda interna del sector público, al llegar a los \$193,1 billones, equivalentes al 29,06% del PIB. De este saldo, le correspondieron al gobierno nacional \$164,35 billones (24,73% del PIB), concentrados en un 92,7% en títulos de tesorería (TES B). Los pasivos de este tipo de las entidades descentralizadas del nivel nacional alcanzaron los \$10,7 billones y en el ámbito territorial los gobiernos centrales registraron \$6,2 billones y entidades descentralizadas, por servicios, alcanzaron \$11,85 billones (Cuadro 2.2).

La deuda pública interna registró un incremento de \$4,35 billones en 2012, que obedeció, esencialmente, al crecimiento de la deuda del Gobierno por \$4,83 billones; mientras que las entidades descentralizadas nacionales presentaron un aumento de solo \$287.000 millones, una tendencia similar a las entidades territoriales que disminuyeron sus saldos en \$499.500 millones (Cuadro 2.2).

Cuadro 2.2

Saldo de la deuda pública interna bruta

Entidad	Miles de millones de pesos			Variación 2012/11		% del PIB		
	2010	2011	2012	Absoluta	%	2010	2011	2012
Nivel nacional	165.806	170.382	175.239	4.857,3	2,85	30,43	27,41	26,37
Gobierno Central	146.260	159.708	164.536	4.828,6	3,02	26,84	25,69	24,76
Entidades descentralizadas	19.546	10.674	10.703	28,7	0,27	3,59	1,72	1,61
Nivel territorial	17.617	18.546	18.046	-499,5	-2,69	3,23	2,98	2,72
Gobiernos centrales	5.858	6.882	6.196	-685,4	-9,96	1,07	1,11	0,93
Departamentos	2.258	2.850	2.410	-440,2	-15,45	0,41	0,46	0,36
Capitales	2.136	2.173	1.918	-254,9	-11,73	0,39	0,35	0,29
No Capitales	1.464	1.859	1.869	9,8	0,53	0,27	0,30	0,28
Entidades descentralizadas	11.759	11.664	11.850	185,8	1,59	2,16	1,88	1,78
Total sector público	183.423	188.928	193.286	4.357,8	2,31	33,66	30,39	29,09

Fuente: CGR, CDEFP

Deuda externa del sector público

La deuda pública externa durante la vigencia 2012 ascendió a \$79,32 billones, equivalentes al 11,94% del PIB, con una leve disminución de 670.000 millones frente al resultado de 2011. Este resultado mostró la compensación que existió en el nivel nacional, pues del monto total de la deuda externa por \$59,52 billones correspondieron al GNC (80,51% del total) con una reducción de \$4,46 frente al saldo registrado en 2011. Entre tanto, las entidades descentralizadas nacionales registraron un saldo de \$10,79 billones, con un incremento de \$4,61 billones frente al saldo arrojado en 2011.

Por su parte, las entidades de nivel central territorial se adeudaron externamente en \$9,01 billones, con una disminución de \$213.000 millones frente a 2011. El endeudamiento del nivel central territorial alcanzó los \$1,6 billones y se concentró en cuatro departamentos (Antioquia, Cundinamarca, Cesar y La Guajira), tres municipios (Cali, Pasto y Medellín) y dos distritos (Bogotá D.C. y Cartagena de Indias). Las entidades descentralizadas obtuvieron un nivel de endeudamiento de \$7,32 billones, con una leve reducción de \$58.000 millones, respecto a la vigencia anterior (Cuadro 2.3).

De esta forma se continuaron presentando los efectos cambiarios que, en términos de pesos y PIB, registraron una disminución en 2012. No obstante, en dólares las mayores contrataciones externas hicieron que sector público colombiano (SPC) alcanzara el más alto nivel de endeudamiento externo, al registrar un monto de US \$44.858 millones, con lo que superó en US \$3.954 millones (9,77%) el registro de 2011 (Cuadro 2.4).

La deuda externa se concentró en el gobierno nacional con US\$33.661 millones, con un incremento del 10,10%; las entidades descentralizadas nacionales lo hicieron en US \$6.104 millones, con un crecimiento del 91,74% frente al saldo registrado en 2011; los gobiernos centrales registraron un saldo de US \$953 millones, con un aumento de US \$5,88 millones frente a 2011; y las entidades descentralizadas territoriales alcanzaron una deuda de US \$4.140 millones, es decir, un 9% más que el registrado durante la vigencia anterior (Cuadro 2.4).

Cuadro 2.4

Saldo de la deuda pública externa bruta
Cifras en millones de dólares

Entidad	Miles de millones de pesos			Variación 2012/11	
	2010	2011	2012	Absoluta	%
Nivel nacional	34.638	36.118	39.765	3.646,45	10,10
Gobierno Central	30.988	32.935	33.661	726,11	2,20
Entidades descentralizadas	3.650	3.183	6.104	2.920,34	91,74
Nivel territorial	3.947	4.745	5.093	347,65	7,33
Gobiernos centrales	802	947	953	5,88	0,62
Departamentos	66	77	78	1,42	1,85
Capitales	736	870	875	4,46	0,51
No Capitales	0	0	0	0,00	0,00
Entidades descentralizadas	3.145	3.798	4.140	341,77	9,00
Total sector público	38.585	40.863	44.858	3.994	9,77

Fuente: CGR, CDEFP

Por tipo de deuda externa, el gobierno nacional concentró la mayor parte del endeudamiento con US \$33.661 millones (80,59%), pero a la vez, y por garantías que ascendieron a US \$1.650,48 millones, la Nación estaría avalando otro 4,14% del total. Por su parte, la deuda sin garantía tuvo un importante crecimiento, al alcanzar los US \$9.545,98 millones frente a los US \$6.235,90 millones obtenidos en 2011, con un incremento debido a desembolsos por US \$4.169,64 millones frente a amortizaciones por US \$1.057, 27 millones (Cuadro 2.5).

Por tipo de prestamista, la deuda pública externa colombiana se concentró en la emisión de bonos en los mercados internacionales, seguido por la contratación con la banca multilateral y la banca comercial, mientras que los otros agentes bancarios concentraron montos mínimos.

En 2012 el Gobierno logró colocar bonos en el mercado norteamericano por US \$2.410 millones, orientadas hacia el financiamiento presupuestal, con lo cual la deuda en bonos alcanzó US \$23.597,24 millones, mientras que la vigencia anterior

sumaron US \$22.023,22 millones; la banca multilateral subió a US \$16.197,48 millones, por desembolsos de US \$896,97 millones y amortizaciones de \$866,89 millones, especialmente con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (Cuadro 2.6).

Cabe resaltar el desembolso obtenido de la banca de fomento por \$2.005 millones, con lo que su saldo llegó a los US\$ 2.058.78 millones frente a US\$ 61,49 millones registrado en 2011. El resto del endeudamiento se concentró en la banca comercial (US \$2.453,65 millones), gobiernos (US \$510,24 millones) y proveedores (US \$38,26 millones) (Cuadro 2.6).

Cuadro 2.5

Saldos de la deuda externa sector público 2012

Cifras en millones de dólares

Tipo deuda	2011	Ajuste por tasa de cambio	Ajuste en c. multilateral	Adiciones y cancelaciones	Desembolsos	Amortizaciones	Prepagos	2012
Gobierno nacional	32.934,94	364,26	(0,87)	-	2.275,17	1.912,46	-	33.661,05
Garantizada	1.692,51	40,97	-	0,31	124,62	198,65	9,27	1.650,48
Sin garantía	6.235,90	164,26	-	33,44	4.169,64	1.057,27	-	9.545,98
Total	40.863,35	569,50	(0,87)	33,75	6.569,44	3.168,38	9,27	44.857,52

Fuente: CGR, CDEFP

Cuadro 2.6

Movimientos de la deuda externa sector público 2012

Cifras en millones de dólares

Tipo deuda	2011	Ajuste por tasa de cambio	Ajuste en c. multilateral	Adiciones y cancelaciones	Desembolsos	Amortizaciones	Prepagos	2012
Banca comercial	2.317,01	75,36	-	-	1.156,85	1.095,57	-	2.453,65
Banca multilateral	16.002,36	141,43	(0,87)	33,75	896,97	865,01	9,27	16.199,35
Banca de fomento	61,49	1,08	-	-	2.005,54	9,33	-	2.058,78
Gobiernos	415,93	0,18	-	-	100,00	5,87	-	510,24
Proveedores	43,34	0,98	-	-	-	6,07	-	38,26
Tenedores de bonos	22.023,22	350,46	-	-	2.410,09	1.186,53	-	23.597,24
Total	40.863,35	569,50	(0,87)	33,75	6.569,44	3.168,38	9,27	44.857,52

Fuente: CGR, CDEFP

Estos resultados reafirman la tendencia de endeudamiento del SPC, al concentrar su deuda en bonos en los mercados externos y en el apoyo directo de los contratos con la banca multilateral (Cuadro 2.7).

De esta forma, la participación de la colocación de bonos aumentó 53,89% del endeudamiento público externo, mientras que la banca multilateral disminuyó su participación al 39,16% en 2012. El resto de fuentes de financiamiento redujo su participación hasta alcanzar mínimos históricos.

Cuadro 2.7

Saldos de la deuda pública externa
Por tipo de agente prestamista 2010 - 2012
 Cifras en millones de dólares y porcentajes

Agente	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banca comercial	1.283,5	2.818,7	2.708,8	2.585,3	2.600,4	2.317,0	2.453,7
Banca multilateral	10.526,2	11.086,9	12.273,9	14.120,2	15.476,6	16.002,4	16.199,4
Fomento	225,8	187,8	151,8	97,2	74,1	61,5	2.058,8
Gobierno	163,8	153,5	151,1	151,1	277,4	416,2	510,2
Proveedores	91,0	84,3	70,0	51,0	47,3	43,3	38,3
Tenedores de bonos	13.739,0	13.969,1	13.506,4	18.635,5	20.108,4	22.023,2	23.597,2
Total	26.028,6	28.300,1	28.861,9	35.640,2	38.584,2	40.863,6	44.857
Participación anual							
Agente	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banca comercial	4,9	10,0	9,4	7,3	6,7	5,7	5,5
Banca multilateral	40,4	39,2	42,5	39,6	40,1	39,2	36,1
Fomento	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	4,6
Gobierno	0,6	0,5	0,5	0,4	0,7	1,0	1,1
Proveedores	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Tenedores de bonos	52,8	49,4	46,8	52,3	52,1	53,9	52,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100

Fuente: CGR, CDEFP

Deuda del gobierno nacional central (GNC)

La deuda bruta total del GNC, a 31 de diciembre de 2012, alcanzó los \$224,05 billones (33,72% del PIB), con lo que superó en \$363.000 millones el saldo registrado en 2011. De dicho monto, le correspondió a la deuda interna \$164,54 billones (24,76% del PIB) y a la deuda externa \$59,52 billones (8,96% del PIB) (Cuadro 2.8).

La administración de la deuda pública del GNC llevó a incrementar los saldos de la deuda interna y externa en pesos y en dólares: mientras que la primera aumentó en \$4,83 billones, la segunda decreció en \$4,46 billones, con lo cual se presentó un efecto neutro sobre el incremento de la deuda del gobierno nacional al crecer durante la vigencia en apenas un 0,16%.

Cuadro 2.8

Deuda pública del GNC

Año	Miles de millones de pesos			Participación		% PIB		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
2006	104.172,6	52.583,3	156.755,9	66,46	33,54	27,14	13,70	40,83
2007	109.797,0	47.663,2	157.460,3	69,73	30,27	25,47	11,06	36,53
2008	119.979,7	54.638,4	174.618,2	68,71	31,29	24,99	11,38	36,37
2009	131.191,0	59.355,8	190.546,8	68,85	31,15	26,00	11,76	37,76
2010	146.260,2	59.311,1	205.571,3	71,15	28,85	26,84	10,88	37,72
2011	159.707,6	63.982,7	223.690,3	71,40	28,60	25,69	10,29	35,99
2012	164.536,2	59.520,5	224.056,7	73,44	26,56	24,76	8,96	33,72

Fuente: CGR, CDEFP

Con el manejo dado en la composición de la deuda entre interna y externa, el gobierno nacional consolidó su estrategia de gestión de la misma, al aumentar su exposición con los acreedores internos al 73,4%, mientras que con los externos solo llegó a 26,6%. De igual manera, logró mantener los niveles nominales de la deuda total del Gobierno de los años 2011 y 2012 y, especialmente, en la disminución de la relación entre la deuda y la capacidad de pago del GNC, toda vez que, como proporción deuda/PIB, se redujo en 2,28 puntos porcentuales del producto, al pasar de 36% a 33,72% del PIB en 2012, debido al desempeño de la economía colombiana, al lograr un crecimiento del 4% del PIB, sumado a una baja inflación (2,3%) y a una caída sostenida de las tasas de interés internas.

La deuda pública interna del GNC

La deuda interna del GNC en 2012 ascendió a \$164,54 billones (24,73% del PIB) e implicó un aumento de \$4,83 billones (3,0%) frente a los resultados obtenidos en 2011 (Cuadro 2.9).

El incremento de la deuda interna provino fundamentalmente del aumento de las emisiones de TES B en pesos y de las mayores colocaciones de TES B en UVR, las cuales se elevaron en 2012 en \$7,7 billones y \$3,59 billones, respectivamente. Se destaca la disminución en la utilización de emisiones de TES B de corto plazo, de un saldo de \$6,28 billones en 2011 a \$213,1 en 2012, con una reducción de \$6,1 billones. Aunque con un menor impacto sobre la deuda interna, los bonos pensionales presentaron un crecimiento del orden del 4,91%, esto es, \$475.180 millones más que el saldo registrado en 2011 (Cuadro 2.9).

Cuadro 2.9

Saldos de la deuda interna GNC
Cifras en miles de millones de pesos

Entidad	2011	2012	Participación	Variación	
	Miles de Millones de pesos			Absoluta	Porcentual
Títulos de Reducción de Deuda - TRD	3.212,0	2.376,8	1,4	(835,2)	(26,0)
Títulos de Tesorería TES B - Pesos	105.536,3	113.250,9	68,8	7.714,6	7,3
Títulos de Tesorería TES B - Tesorería	6.282,4	213,0	0,1	(6.069,4)	(96,6)
Títulos de Tesorería TES B - UVR	33.136,0	36.729,5	22,3	3.593,5	10,8
Subtotal títulos	148.166,7	152.570,2	92,7	4.403,4	3,0
B V C Universidades	35,7	41,2	0,0	5,5	15,3
Bonos Agrarios L.160/94 emisión 2	2,0	0,4	0,0	(1,6)	(78,3)
Bonos de Cesantía Ley 413/97	4,7	2,8	0,0	(1,9)	(39,8)
Bonos de Solidaridad para la Paz	46,8	39,1	0,0	(7,7)	(16,4)
Bonos de Valor Constante Serie B	1.679,5	1.642,8	1,0	(36,7)	(2,2)
Bonos para la Seguridad	1,6	0,8	0,0	(0,8)	(50,2)
Bonos Pensionales	9.673,8	10.149,0	6,2	475,2	4,9
Subtotal bonos	11.444,2	11.876,1	7,2	432,0	3,8
Cuentas inactivas - Decreto 2331 de 1998	95,8	89,3	0,1	(6,4)	(6,7)
Nacionalización Granfinanciera S.A.	0,3	0,1	0,0	(0,2)	(66,7)
Cesión Findeter	0,6	0,5	0,0	(0,2)	(25,5)
Subtotal capitalización y otros	96,7	89,9	0,1	(6,8)	(7,0)
Total	159.707,6	164.536,2	100,0	4.828,6	3,0

Fuente: CGR, CDEFP

Los demás componentes de la deuda interna del Gobierno mantuvieron sus saldos o registraron leves caídas, aunque la tendencia fundamental es que en proporción son muy pequeñas frente a los TES B. Es el caso de los Títulos de Reducción de Deuda (TRD), que mostraron una reducción del 15,0% y un saldo de \$2,3 billones; los bonos de valor constante, que disminuyeron en un 2,19%, donde sobresalieron los decrecimientos en los bonos de solidaridad para la paz (16,41%) los bonos de cesantía (Ley 413 de 1997) (39,8%) y las cuentas inactivas que se redujeron en 6,0% (Cuadro 2.9).

De acuerdo con los saldos registrados por los diversos títulos y cuentas que componen la deuda interna del GNC, los TES B representaron el 91,3% del total de la deuda en 2012, que significó un 0,5% más que la proporción presentada en 2011 (90,8%). Si se añade el peso de los bonos (valor constante y pensionales) y los TES B, se constituyó casi la totalidad de la deuda interna (99,96%) (Cuadro 2.9).

Tenedores de títulos TES B

La composición de los tenedores de TES B es fundamental de evaluar, ya que a partir de la misma se determina el poseedor de la deuda del Gobierno y, por esta vía, se establece la exposición al riesgo del sector público y privado ante posibles fluctuaciones de los fundamentales económicos. De igual manera, permite analizar la interacción de las emisiones de TES con las tasas de interés del mercado, así como ponderar el tamaño de las colocaciones de estos títulos en el mercado de capitales.

De forma adicional, la verdadera dimensión de la composición de los tenedores públicos y privados permite determinar la deuda neta del GNC, en el caso de los TES que amparan las pensiones de los colombianos y que están en los patrimonios autónomos que no pueden descontar llanamente, como si estos recursos fuesen del sector público, equivalente a los que mantiene la dirección de tesoro en sus operaciones de manejo de los fondos administrados y muy diferente a los remanentes de emisiones que la misma dirección posee.

El saldo de TES B en circulación, al cierre de 2012, se ubicó en \$149,98 billones, con lo que superó en \$11,3 billones el registro de 2011 que alcanzó los \$138,67 billones¹⁹. Del monto total, \$108,45 billones se encuentran en poder del sector privado (72,31% del total), con un aumento de \$18,99 billones (21,23%) respecto del valor registrado al cierre de 2011²⁰.

Si a esta clasificación se le suman la participación de los fondos públicos en patrimonios autónomos (2,4%) y lo correspondiente al sector financiero público y al Banco de la República (16,49%), el total en poder del sector privado llegaría al 74,79% y 91,28% del total de TES en circulación. Cabe señalar que dentro de esta clasificación de los títulos TES en poder del sector público, la CGR incluye los patrimonios públicos que poseen TES. Una clasificación más acorde sería ubicarlos como sector financiero privado, ya que se encuentran en una fiducia, aun cuando esta sea pública²¹.

Por su parte, el sector público registró dentro de sus portafolios un total de \$41,53 billones (27,69%) con una reducción de \$7,68 billones (15,62%) frente a 2011, con lo cual, y por segundo año consecutivo, el sector público redujo sus tenencias en estos papeles (Cuadro 2.10). En conclusión, la exposición de los portafolios del sector privado a las oscilaciones de los rendimientos de los TES se elevó, mientras que en las entidades públicas se redujo, con la disminución en los saldos de dichos títulos.

- 19 En el cierre de la vigencia de 2012 este monto no incluyó los TES de corto plazo, puesto que a lo largo de la misma el Gobierno canceló (pagó) la totalidad de los títulos emitidos en 2011.
- 20 El monto de TES que registra la CGR corresponde al valor nominal de los títulos y se refiere a la tenencia de los mismos por parte de los agentes públicos y privados en el mercado primario.
- 21 Véase Carlos Caballero Argáez, Nota sobre la estructura de la deuda pública, Borradores de Economía No. 200, Banco de la República. Esta clasificación es determinante para la deuda neta del país, pero más que ello, para el análisis de la vulnerabilidad de las inversiones en TES por parte del sector financiero y el riesgo implícito de estas inversiones a los cambios en los fundamentales económicos.

Cuadro 2.10

Saldos de los TES por sectores
Cifras en miles de millones de pesos

Entidad	2011	2012	Participación	Variación	
	Miles de Millones de pesos		%	Absoluta	Porcentual
Sector público	49.210,84	41.526,20	27,69	(7.684,64)	(15,62)
Nivel Nacional	35.561,94	37.489,82	25,00	1.927,88	5,42
Administración Central	4.494,90	1.910,79	1,27	(2.584,11)	(57,49)
Empresas Nacionales	381,23	1.892,07	1,26	1.510,84	396,30
Entidades Autónomas	443,93	436,53	0,29	(7,40)	(1,67)
Entidades Descentralizadas	9.029,69	8.145,80	5,43	(883,89)	(9,79)
Sector Financiero y Banco de la República	20.894,70	24.734,20	16,49	3.839,50	18,38
Seguridad Social y E. S. E.'s	308,49	358,82	0,24	50,33	16,32
Empresas de Servicios Públicos	9,00	11,61	0,01	2,61	28,99
Nivel Territorial	352,01	321,98	0,21	(30,03)	(8,53)
Administraciones Centrales	15,01	4,19	0,00	(10,83)	(72,11)
Entidades Descentralizadas	337,00	317,79	0,21	(19,20)	(5,70)
Fondos de pensiones y fiducias públicas	13.296,90	3.714,40	2,48	(9.582,50)	(72,07)
Instituto de Seguros Sociales	2.044,99	140,31	0,09	(1.904,68)	(93,14)
Fondos de Previsión Cong y Caprecom	1.304,04	1.321,09	0,88	17,06	1,31
Pensiones Ecopetrol	3.144,53	1.616,29	1,08	(1.528,24)	(48,60)
Fidupensiones Telecom	872,54	573,96	0,38	(298,58)	(34,22)
Patrimonios FONPET	5.865,43	-	-	(5.865,43)	(100,00)
Otros	65,37	62,74	0,04	(2,63)	(4,02)
Sector privado	89.461,46	108.454,17	72,31	18.992,71	21,23
Fondos de Pensiones y Cesantías	39.532,33	42.521,82	28,35	2.989,48	7,56
Bancos, Corpor. y Fondos Mutuos	22.229,22	28.315,54	18,88	6.086,32	27,38
Compañías de Seguros y Cap.	6.046,67	5.184,54	3,46	(862,13)	(14,26)
Sociedades Fiduciarias	2.552,61	1.903,93	1,27	(648,68)	(25,41)
Otros	19.100,63	30.528,34	20,35	11.427,71	59,83
TES B en circulación	138.672,30	149.980,37	100,00	11.308,07	8,15

Fuente: CGR, CDEFP, Banco de la República

*No incluyen TES de corto plazo

En el sector privado se destacó el incremento en el saldo de TES que mantienen los fondos de pensiones y cesantías, al pasar de \$39,53 billones en 2011 a \$42,52 billones en 2012, con un crecimiento del 7,56%, en un porcentaje significativo en la medida en que los fondos concentraron la mayor parte de TES del sector privado (28,35% del total). De igual manera, se destacó la dinámica de los bancos, corporaciones y fondos mutuos, con un crecimiento de \$6,09 billones (27,36%) entre 2011 y 2012, para alcanzar un monto de \$28,32 billones.

La mayor concentración del sector financiero, en general, implicó una gran exposición al riesgo por los efectos de la variabilidad de la tasa de interés en el futuro próximo, que dependerá de la respuesta de la política monetaria a las presiones de la demanda interna, el incremento del crédito asociado y del impacto que la evolución de la crisis de las economías desarrolladas pueda tener en el sector real del país. Hasta finales de 2012 el riesgo tasa de interés para los TES B tasa fija resultaba poco significativo, en la medida en que en los últimos tres años las tasas de interés se redujeron a mínimos históricos, debido a la flexibilidad de la política monetaria para reactivar la economía ante la crisis global y a la sostenibilidad de la tasa de inflación, con lo cual la valorización de la deuda trajo mayores ganancias para los tenedores.

Del total de TES que poseía el sector público al cierre de 2012 por \$41,5 billones, el nivel nacional concentró la mayor parte de tenencia de los mismos con \$37,49 billones (25% del total de TES B), dentro del cual el sector financiero público más el Banco de la República poseían \$24,73 billones (16,49%); seguidos por los saldos pertenecientes a los fondos de pensiones y fiducias públicas por \$3,71 billones (2,48%), con una caída vertiginosa frente al saldo registrado en 2011, que ascendió a \$13,3 billones, originado en el cierre de los portafolios de FONPET por un monto de \$5,87 billones en 2011; y los TES en poder del nivel territorial alcanzaron los \$321.980 millones, en un dato similar al arrojado en 2011 por \$352.000 millones (Cuadro 2.10).

En el sector público el hecho más destacado fue la reducción de sus inversiones en TES por \$7,68 billones, como resultado de una disminución en el portafolio de los fondos de pensiones y fiducias públicas por \$9,58 billones, compensada parcialmente por las tenencias de sector financiero público y el Banco de la República, que en conjunto incrementaron sus portafolios en \$3,84 billones, especialmente por la emisión de los TES de contracción monetaria del Banco.

Los saldos de TES mantenidos por el Banco de la República aumentaron por la implantación de los TES de control monetario, cuyas emisiones ascendieron a cerca de \$2,0 billones. De tal forma, los TES-CM se convirtieron en un instrumento importante, que sumado a la compra de reservas internacionales, los repos de expansión y los depósitos remunerados de la Tesorería Nacional, fueron los instrumentos importantes en el control monetario del país.

Entre las entidades públicas con mayores montos de TES en 2012, estuvieron el Banco Agrario con \$7,6 billones, con un incremento frente a 2011 del 9,32%; la Caja de Vivienda Militar con un saldo de \$4,0 billones y un incremento anual del 6,17%; la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) con \$1,5 billones; el SENA con \$1,16 billones y el ICBF con \$456.000 millones, entre los más sobresalientes.

Algunas de estas entidades corresponden a los establecimientos públicos, cuyos excedentes de liquidez generados fueron recaudados por el Tesoro Nacional a través de la emisión de TES de tipo forzoso, los cuales deberán estar disponibles en el momento en el que las entidades la requieran o de acuerdo con su PAC.

Como lo señaló la CGR, el Decreto 1525 de 2008, provee los elementos para vigilar más de cerca los portafolios de las entidades y limita los manejos en el mercado de los títulos correspondientes a dichas inversiones de carácter forzoso. Desde 2012 se cuenta con otro elemento importante para la disminución en las inversiones de carácter forzoso que es la Cuenta Única Nacional (CUN)²², sumado a la reforma tributaria y la desaparición de los parafiscales para el SENA y el ICBF, que serán cubiertos con el nuevo impuesto el CREE²³.

Como se ha mostrado, buena parte de los mayores tenedores de TES del sector público están concentrados en el sector financiero, incluyendo a los fondos de pensiones públicos o patrimonios autónomos que amparan pensiones públicas: Fiduprevisora con \$2,1 billones; Fogafín con \$1,69 billones; Fiducoldex con \$1,43 billones y el Fondo de Pensiones de Ecopetrol S.A. con \$1,6 billones, entre otros (Cuadro 2.11).

Esta situación amerita un mayor seguimiento, ya que se convierte en un sector sensible a muchas variables que no necesariamente depende de estas entidades para el manejo de sus portafolios, como son la política monetaria de Estados Unidos, las tasas de interés interna y externas y la inflación, etc.; lo que llevó a tener un manejo prudente, no solo de las inversiones sino en las decisiones del Gobierno en materia de política monetaria y cambiaria.

Aun cuando las inversiones de TES por parte del sector público se han reducido y se espera que en los siguientes años sean menores, dada la entrada en vigencia de la CUN, la CGR insiste en llamar la atención sobre los montos de inversión en dichos títulos, que siguen elevados, tanto para los establecimientos públicos como para las empresas nacionales, y plantean inquietudes frente a las decisiones de inversión y el objeto social para el que fueron creadas, en cuanto a su función como organismos estatales para suplir necesidades básicas colectivas y no a la asignación de partidas presupuestales con el fin de obtener rendimientos financieros especulando en los mercados de capitales en condiciones que pueden conducir a obtener pérdidas ante comportamientos adversos del mercado interno o el de divisas y generar un daño patrimonial. En tal sentido basta con recordar los casos de entidades que

•• 22 Creada por la Ley 1450 de 2010, la Ley del Plan de Desarrollo.

23 Creado por la reforma tributaria de 2012.

realizaron inversiones e indujeron a pérdidas al sector público: departamentos de Casanare, Meta, Cauca, Nariño; municipios de Villavicencio, Yumbo, Castilla la Nueva y la Corporación Autónoma de Cundinamarca (CAR), entre otras.

Cuadro 2.11

Entidades públicas mayores tenedoras en TES B

Cifras en millones de pesos

Entidad	Millones de pesos			Participación		Crecimiento
	2010	2011	2012	Muestra	Total	2012/2011
Banco Agrario de Colombia S.A	5.659.026	6.964.295	7.613.223	21,83	18,33	9,32
Caja Promotora de Vivienda Militar	3.511.707	3.769.927	4.002.344	11,48	9,64	6,17
Fiduprevisora S.A	219.439	201.946	2.107.071	6,04	5,07	943,38
POSITIVA Compañía de Seguros	2.404.720	2.005.305	1.746.305	5,01	4,21	(12,92)
Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin)	2.498.013	1.555.401	1.689.732	4,85	4,07	8,64
Pensiones Ecopetrol P. A. Fiduciaria BBVA	1.965.188	3.144.533	1.616.293	4,64	3,89	(48,60)
Empresa Colombiana de Petroleos (Ecopetrol)	981.340	67.575	1.606.201	4,61	3,87	2.276,92
Agencia Nacional De Hidrocarburos	1.421.022	1.963.444	1.549.361	4,44	3,73	(21,09)
Fiducoldex Patrimonios Autónomos	1.282.858	985.371	1.432.080	4,11	3,45	45,33
Banco de la República	1.843.371	1.706.600	1.331.484	3,82	3,21	(21,98)
Ministerio de Hacienda - Dirección del Tesoro Nacional	2.548.497	3.850.536	1.261.955	3,62	3,04	(67,23)
Servicio Nacional de Aprendizaje - SENA	1.173.498	1.235.352	1.156.757	3,32	2,79	(6,36)
Caprecom	929.022	983.195	1.036.625	2,97	2,50	5,43
Banco de Comercio Exterior De Colombia S.A.	565.205	570.474	935.474	2,68	2,25	63,98
Fondo Nacional del Ahorro (FNA)	1.247.303	1.019.427	883.206	2,53	2,13	(13,36)
Fondo de Comunicaciones	1.136.785	880.794	752.784	2,16	1,81	(14,53)
P.A. Fiduprevisora	425.594	418.205	632.020	1,81	1,52	51,13
Financiera Energética Nacional S.A. (FEN)	159.620	391.410	631.947	1,81	1,52	61,45
Fidupensiones Telecom	704.585	872.537	573.959	1,65	1,38	(34,22)
Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF)	366.395	475.135	546.633	1,57	1,32	15,05
U. A. E. Dirección Nacional de Estupefacientes	324.070	331.294	488.991	1,40	1,18	47,60
Escuela Superior de Administración Pública (ESAP)	345.966	391.282	436.901	1,25	1,05	11,66
Superintendencia de Notariado y Registro	574.288	477.761	429.927	1,23	1,04	(10,01)
Instituto Nacional de Vías (INVIAS)	178.146	261.887	408.156	1,17	0,98	55,85
Total muestra	32.465.656	34.523.689	34.869.429	100,00	83,97	1,00
Total General	52.451.805	49.210.843	41.526.199	119,09	100,00	(15,62)
Participación	62%	70%	84%			

Fuente: CGR, CDEFP, Banco de la República

En tal sentido, la CGR vuelve a llamar la atención sobre las observaciones de años pasados y comunicadas al Gerente del Banco Agrario, en el sentido de que una entidad financiera estatal creada para fortalecer el sector agrario no debe mantener en sus portafolios cuatro veces el saldo de TES del Banco de la República, mientras que el campo sigue desfinanciado en el presupuesto de la Nación y requiere de ingentes recursos para su fortalecimiento.

En el caso del Banco de la República, el manejo de la política monetaria justificó la tenencia de TES en su portafolio, pero para el Banco Agrario de Colombia mantener elevados saldos de TES mostró una gestión de la política de financiamiento del sector agrario negativa, prohiendo las rentas estatales a través de la rentabilidad de los TES B, máxime cuando el sector exhibe un estancamiento del producto en los últimos años, como se muestra en el capítulo 10 del informe de la Cuenta del Presupuesto y el Tesoro de 2012²⁴.

TES Corto plazo

El manejo de los TES de corto plazo cambió radicalmente durante la vigencia 2012 frente a los años anteriores, dado que solamente en enero se realizaron emisiones de este tipo de títulos por \$813.000 millones; mientras que a lo largo del año únicamente se amortizaron los saldos de TES expedidos en 2011, que ascendían a \$6,2 billones, con lo cual, al finalizar la vigencia 2012, por este rubro sólo adeudaba la Nación un monto total de \$213.000 millones²⁵(Cuadro 2.12).

Esta decisión la comunicó el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en febrero, en el sentido de cancelar las nuevas emisiones de TES de corto plazo, argumentando principalmente los buenos resultados en el déficit de 2011 y los excedentes de caja que le permitieron al Gobierno no salir a captar recursos de corto plazo. Esta medida se proyectó hasta junio de 2012, cuando se evaluaría la necesidad de esta política, aunque en definitiva pasó el año y no se emitieron títulos de esta clase (Cuadro 2.12).

- 24 Véase el capítulo X de la cuenta del Presupuesto y del Tesoro 2012, donde se detalla la ejecución presupuestal por sectores.
- 25 Estos títulos no solo se constituyeron en un benchmark para la parte corta de la curva de TES, sino que se convirtieron en una fuente importante de financiamiento del GNC, con los cuales la Tesorería de la Nación ha logrado fondearse mediante colocaciones de títulos a 180 y 359 días. La ventaja de este TES, es que otorga un cupo rotativo que no afecta el cupo de endeudamiento, según lo establece la Ley 51 de 1990 y, anualmente, se reglamenta mediante decreto del gobierno nacional, por el cual se ordena la emisión de “Títulos de Tesorería –TES- Clase B” de endeudamiento, Informe Situación de la Deuda 2011, p 62.

Cuadro 2.12

Movimientos TES B, corto plazo

Cifras en millones de pesos

	Cancelaciones	Expediciones	Saldo Final
Enero	880.000	812.999	6.205.398
Febrero	879.999	-	5.325.398
Marzo	1.740.000	-	3.585.398
Abril	824.999	-	2.760.399
Mayo	520.000	-	2.240.400
Junio	520.000	-	1.720.400
Julio	520.000	-	1.200.400
Agosto	240.000	-	960.400
Septiembre	200.000	-	760.400
Octubre	166.000	-	594.400
Noviembre	151.400	-	443.000
Diciembre	230.000	-	213.000

Fuente: CGR, CDEFP, Banco de la República

TES de contracción monetaria

Durante la vigencia 2012 comenzaron a utilizarse los TES de contracción monetaria, creados por el artículo 269 de la Ley 1450 de 2011, Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, y reglamentados por medio de la Resolución Externa 002 de 2012 del Banco de la República. Con referencia a los TES-CM (control monetario) emitidos por el Gobierno, autorizados, se debe aclarar lo siguiente:

i. La emisión está dirigida solamente para regular la liquidez de la economía: los recursos provenientes no pueden ser destinados a financiar el presupuesto, sino que se deben depositarse en la cuenta de la Tesorería del Banco de la República, mediante un depósito remunerado y permanecerán congelados hasta su vencimiento y serán remunerados afectando el flujo de caja del Banco. Los rendimientos y la redención de los títulos no se pagarán con recursos del presupuesto de la Nación.

ii. Los TES-CM constituyen un incremento en la deuda bruta del Gobierno: el efecto fiscal es indirecto, puesto que el costo por intereses que se genera al aumentar la deuda bruta es compensado con la remuneración de los depósitos en el Banco de la República. Esta remuneración constituye un costo para el banco, lo que significa que el efecto fiscal es indirecto sólo en el caso de que el Banco Emisor obtuviera pérdidas en su estado de resultados. Es decir, que al ser emitidos los TES-CM, el valor para el banco sería neutral, pues el costo por intereses de los depósitos es igual al ingreso por intereses de los TES-CM. En el momento en que el banco decida venderlos al mercado para esterilizar, se generaría un costo adicional por intereses,

en cuyo momento deja de percibir los intereses de los TES-CM, aunque debe seguir pagando intereses sobre los depósitos del Gobierno.

iii. Otro efecto en el mercado que ocasionaría la emisión de TES-CM es un incremento en la oferta de títulos de deuda, que presiona las tasas de interés al alza.

Las emisiones de este tipo de TES, durante la vigencia 2012, tal como se expresó anteriormente, sumaron cerca de \$2,0 billones, con un saldo a diciembre 31 por \$1,33 billones, que se incorporó a las cifras del endeudamiento público.

TES-CM y relación entre la política fiscal y la política monetaria

La teoría económica sugiere que el déficit fiscal puede generar inflación a través de dos canales: mediante un impacto en la oferta de dinero en la economía cuando el Gobierno vende títulos de deuda; y en lo relacionado con demanda de dinero, o sea, el nivel deseado de los individuos de mantener liquidez.

En el primer canal, el incremento de la demanda por crédito en los mercados financieros provocaría un aumento en la tasa de interés: el sector público entra a competir en el mercado con el sector privado, impactando el precio de los títulos en el mercado secundario y las tasas de interés. Para prevenir el alza, las autoridades monetarias compran bonos, monetizando parte de la deuda, lo que podría afectar la inflación, debido a la relación positiva que guarda con la cantidad de dinero circulante.

En el segundo canal, si el gobierno registra un déficit fiscal y las autoridades correspondientes no monetizan la deuda, la tasa de interés subiría, provocando que los agentes económicos quieran disminuir la cantidad de dinero, llevando a un exceso en la oferta de dinero y, por lo tanto, a un incremento en la inflación.

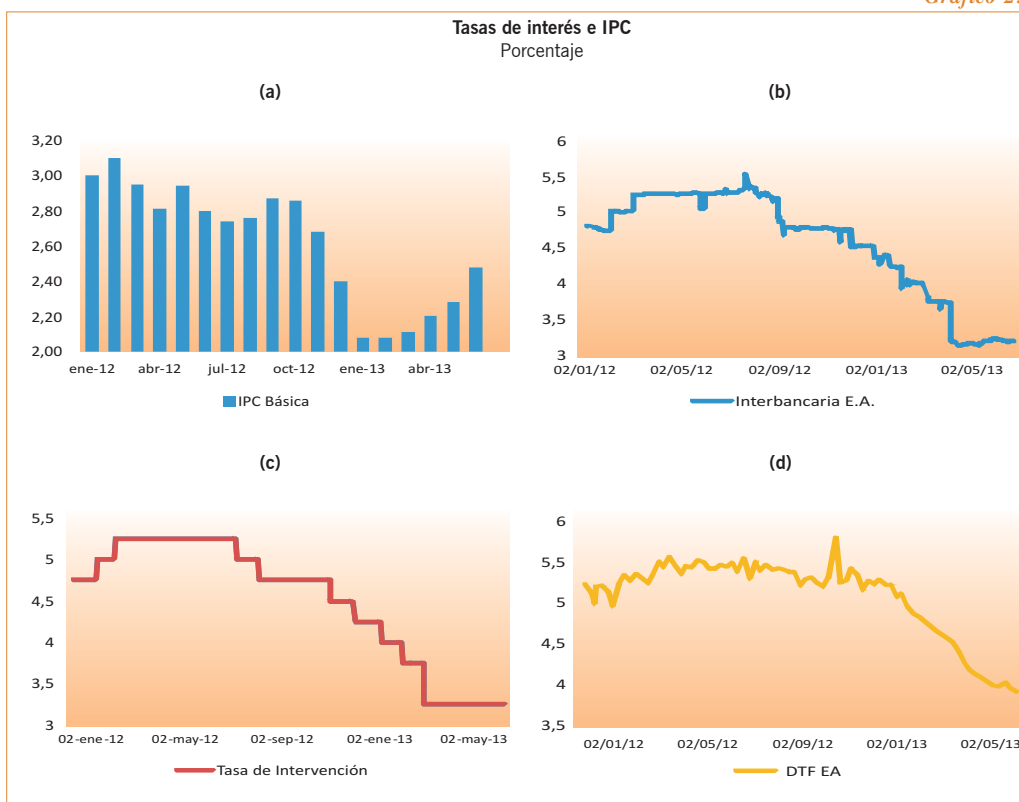
Con respecto a la tasa de cambio, y en la medida en que un gobierno emite deuda soberana con el fin de financiar gasto público, se pueden presentar dos efectos: un exceso de endeudamiento que puede ocasionar un aumento en la inflación, la salida masiva de capitales y la devaluación de la moneda, lo cual impone restricciones a la conducción de la política monetaria relacionada con el manejo del tipo de cambio y la disminución de la credibilidad del banco central en el cumplimiento de su objetivo de inflación; a su vez, y en términos de política fiscal, se pueden generar efectos recesivos, pues en la medida en que el gobierno tenga una deuda excesiva deberá restringir el gasto público.

Un aumento del gasto público financiado mediante títulos, sin emisión monetaria, ocasiona un crecimiento de la deuda pública en el futuro, generando un efecto riqueza que puede influir en el aumento del ingreso, mientras que el crecimiento de la demanda de dinero puede contrarrestar el crecimiento del producto.

Comportamiento de los TES en 2012: la recuperación de las pérdidas de los tenedores en la vigencia anterior.

Los resultados arrojados en los rendimientos de los TES en 2012, contrastó radicalmente con los obtenidos durante la vigencia 2011. De esta manera, los malos resultados generados durante la vigencia anterior, se vieron compensados dramáticamente por menores volatilidades de los mercados de capitales y el cambio en la posición del Banco de la República y su política monetaria, ya que redujo gradualmente sus tasas de intervención a lo largo del año (Gráfica 2.1 (c)), que se vio plenamente ligado con las menores tasas de inflación (Gráfica 2.1 (a)) en buena parte de 2012, con lo cual se generó una mayor estabilidad económica y un constante decrecimiento en las tasas de interés (Gráfica 2.1 (b) y (d)) y de los TES (Gráfica 2.2), traducido en mayores rendimientos para los tenedores de estos títulos.

Gráfico 2.1



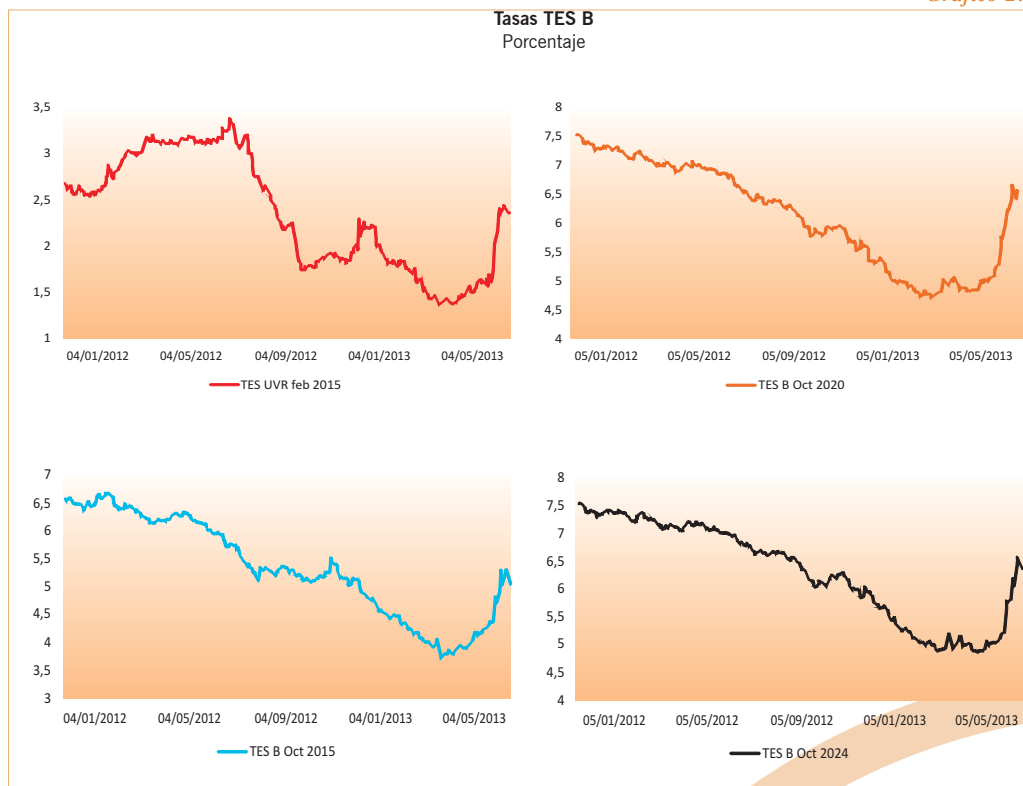
Fuente: Banco de la República, DANE, www.banrepública.com

Como se mencionó en el capítulo primero del presente informe, la incertidumbre de los mercados financieros externos, frente a la evolución de la crisis en la Eurozona y del mercado norteamericano, en especial con la política monetaria de la Reserva Federal, se evidenció de manera particular en el comportamiento de la tasa de cambio, los precios de las acciones y los rendimientos de los títulos TES. Esta relativa estabilidad interna llevó a procesos de revaluación del peso, que sumado a la desaceleración de la economía, condujo al Banco de la República a reducir su tasa de intervención y, por ende, a la caída en las tasas de interés del mercado, pero también a controlar la inflación doméstica (Gráfico 2.1).

Los rendimientos de los TES en pesos presentaron a lo largo de la vigencia 2012 una continua disminución, que se postergó hasta mediados de abril de 2013. Para los TES UVR con vencimiento en 2015 y los TES B en pesos con vencimiento en 2015, la caída fue interrumpida debido a la volatilidad de los mercados globales y su impacto sobre la tasa de cambio que se elevó, lo que se tradujo, entre septiembre y diciembre, en un aumento de 50 puntos básicos en la tasa de los TES. Dicho

resultado no fue mayor, en la medida en que se vio compensado con las expectativas de un crecimiento económico moderado y unos niveles de inflación compatibles con las metas del Banco de la República, que finalmente, con la reducción de la volatilidad al cierre del año, estabilizaron los precios de los TES y mejoraron la rentabilidad de los títulos a lo largo de la vigencia 2012.

Gráfico 2.2



Fuente: www.grupoaval.com

Bajo esas circunstancias externas e internas, las tasas de los títulos TES B (en pesos) en sus diversos plazos, mantuvieron desde el comienzo del año la tendencia a la baja en más de dos puntos porcentuales, en un fenómeno incentivado en gran parte por la reducción en las tasas de intervención del Emisor y en la política laxa de la Reserva Federal Estadunidense.

Las utilidades del sistema financiero en renta fija en 2012

Como se expuso anteriormente, el sistema financiero elevó sus tenencias de TES en 2012, lo que determinó un aumento de las inversiones en los activos del sector, aunque en menor grado que en 2011, que ante el notable incremento de la cartera

de crédito, asociado a un aumento de la demanda interna, redujo finalmente la participación de dichas inversiones en los activos totales.

El aumento de las inversiones del sistema financiero (incluyendo los fondos de pensiones) en cerca del 8% con respecto a 2011, se caracterizó por un incremento de la deuda pública interna y un alza de los montos invertidos en títulos emitidos por el sector vigilado por la Superfinanciera, cuyo proceso se acompañó por una reducción de las inversiones en acciones.

La Superintendencia Financiera de Colombia, en el informe de diciembre de 2012²⁶ sobre la gestión de sus vigilados, mostró los siguientes resultados acumulados del sector: los activos totales del sistema financiero registraron una variación real anual de 15,15%, al ascender a \$867,17 billones en diciembre de 2011, de los cuales \$464.29 billones correspondieron a las entidades vigiladas y \$402,88 billones a los recursos administrados.

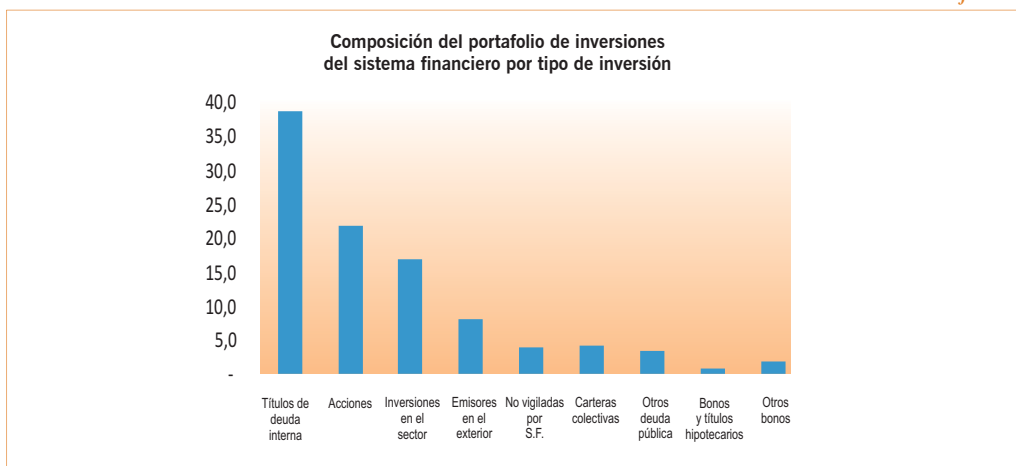
Las inversiones fueron el rubro que más contribuyó al crecimiento de los activos del sistema, al presentar una variación anual, en términos reales, del 16,87% y ascender a \$418,07 billones. Al cierre del año, la cartera total alcanzó los \$248,09 billones, que equivalen a un crecimiento real anual del 12,75% y 27,60%, ascendiendo a \$11,43 billones y \$7,04 billones, respectivamente. La relación entre cartera vencida y cartera total alcanzó los 2,84% y la proporción entre provisiones y cartera vencida lo hicieron en el 162,23%.

De esta forma, los resultados acumulados del sector financiero en 2012 se situaron en \$39,70 billones, de los cuales \$29,67 billones correspondieron a los fondos administrados y \$10,03 billones a las entidades vigiladas. En cuanto a los recursos administrados, los mayores resultados estuvieron en los fondos de pensiones obligatorias con \$16,71 billones, seguidos por las fiducias (\$5,15 billones) y los recursos de la seguridad social (\$3,71 billones); mientras que entre las entidades vigiladas las mayores utilidades las obtuvieron los establecimientos de crédito (\$7,36 billones).

El portafolio del sistema financiero en 2012 se concentró en títulos de deuda (38,62%), acciones (21,93%) e inversiones en entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera SFC (17,00%). Se destaca que durante la vigencia las inversiones en deuda pública disminuyeron su participación en 2,30 puntos porcentuales, mientras que las inversiones que más aumentaron su representación fueron las realizadas sobre acciones y los títulos de las entidades vigiladas, al pasar de 19,75% al 21,93% en el primer caso y del 15,55% al 17,00% en el segundo (Gráfica 2.3).

•• 26 Superintendencia Financiera, Informe de diciembre de 2012, página WEB.

Gráfico 2.3



Fuente: Superintendencia Financiera, informe de diciembre de 2012

En cuanto a las utilidades del sistema financiero en 2012, estas aumentaron, tanto para los establecimientos de crédito como en el fuerte repunte en los fondos de pensiones, en una relación de 1 a 3; registrando en los resultados consolidados similares a los obtenidos en 2009 y 2010 (Gráfica 2.4).

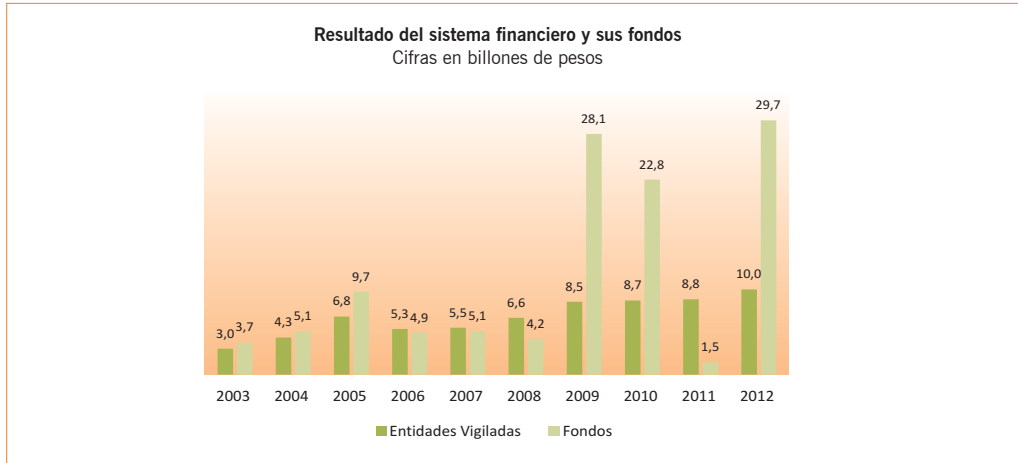
En los indicadores de los recursos administrados, los mayores resultados fueron reportados por los fondos de pensiones obligatorias por \$16,71 billones, seguidos por las fiducias con \$5,15 billones y los recursos de la seguridad social con \$3,71 billones; mientras que entre las entidades vigiladas, las mayores utilidades fueron obtenidas por los establecimientos de crédito con \$7,36 billones.

Este comportamiento se originó en el crecimiento de los depósitos en el sistema, los cuales alcanzaron un nivel de \$239,11 billones en diciembre de 2012, al presentar un incremento real anual del 15,49%, donde sobresalió la tendencia al alza registrada por los Certificados de Depósito a Término (CDT).

De acuerdo con el informe de la Superintendencia Financiera, se observó un nivel de solvencia superior al alcanzado en el mismo mes de años recientes. Al cierre de 2012, este indicador llegó al 16,01%, reflejando el soporte patrimonial con que cuentan esas entidades para enfrentar las pérdidas no esperadas en el desarrollo de su actividad.

Los ingresos operacionales de los bancos tuvieron un buen comportamiento, lo cual estuvo relacionado con la dinámica del crédito durante el año; mientras que los fondos de pensiones obligatorias registraron un mejoramiento en sus utilidades, debido a la valorización de las inversiones en títulos participativos y en acciones que tuvieron una recuperación general frente a lo registrado en 2011 (Gráfica 2.4).

Gráfico 2.4



Fuente: Superintendencia Financiera, informe de diciembre de 2012

En cuanto a la incidencia de las inversiones en TES en la rentabilidad del sistema financiero, es importante señalar que la valoración a precios de mercado que impacta en la rentabilidad, si bien estuvo sujeta a la volatilidad de los mercados de capital, en términos generales las tasas de cierre de los TES fueron menores a las presentadas a principios de año, lo que unido a un periodo relativamente largo con aumento de los rendimientos de los títulos, favorecieron las utilidades provenientes de la valoración de los TES y compensaron la disminución de los valores a precios de mercado que se tuvo en el último trimestre de 2011. No obstante, es importante señalar que los buenos resultados obtenidos en 2012 se están viendo disminuidos por la tendencia de las tasa de los TES B en el segundo trimestre de 2013²⁷ (Gráfica 2.2).

Por lo tanto, después de cuatro años de ganancias constantes, en el futuro próximo el reto será el riesgo de tasa de interés derivado de las mayores tenencias de TES por parte del sector privado, asociado a un endurecimiento de la política monetaria, lo cual tiene como efecto complementario un mayor riesgo de refinanciamiento para el Gobierno, que puede traducirse en un aumento del costo del endeudamiento.

Esta problemática también se aplica a las entidades públicas con portafolios de TES en sus activos, pues aun cuando deberían tener inversiones de mediano y largo plazo acordes con su objeto social, éstas tienen un alto componente de riesgo de mercado que exige un mayor control y supervisión a su gestión, tanto en la ejecución presupuestal como en el manejo de sus portafolios, sumado a un amplio debate sobre el papel que desempeñan como proveedores de bienes públicos, en

•• 27 En este sentido es importante señalar que en lo corrido del primer semestre de 2013, dadas las políticas monetarias de la Reserva Federal de Estados Unidos, las tasas de los TES sufrieron alzas con lo cual se generaron pérdidas en el sistema; de igual forma aconteció con el peso frente al dólar. No obstante, estos movimientos fueron de carácter coyuntural que iniciando el segundo semestre se normalizaron.

su deber de ejecutar los presupuestos bajo los principios establecidos, frente a su papel de agentes activos en el mercado de los TES B.

Deuda pública externa del GNC

La deuda pública externa, valorada en pesos, cayó en \$4,47 billones, al pasar de 63,98 billones en diciembre de 2011 a \$59,52 billones en diciembre de 2012, mientras que frente al PIB los saldos cayeron del 10,27% en 2011 a 8,96% en 2012 con una reducción de 1,31 puntos porcentuales (Cuadro 2.13). La disminución en los saldos se generó, principalmente, por el efecto de la fluctuación de la moneda colombiana, que en el registro anual presentó una tasa de apreciación frente al dólar de 8,95% y que afectó los saldos en 2012 y la valoración de contratos en dólares²⁸.

Los saldos registrados de la deuda externa se concentraron en las emisiones de bonos, que alcanzaron un saldo de \$33,65 billones (56,5% de la externa y 15% del total de la deuda), la banca multilateral \$25,31 billones (42,5% y 11,3%) y el resto con \$560.000 millones, con otros prestamistas (0,9% y 0,3%) (Cuadro 2.13).

Cuadro 2.13

Deuda externa del gobierno nacional central Cifras en miles de millones de pesos

Deuda por tipo y fuente	Montos		Variación		Participación		Porcentaje del PIB	
	2011	2012	Absoluta	%	2011	2012	2011	2012
Deuda externa GNC	63.983	59.520	-4.462	-6,97	28,60	26,56	10,29	8,96
Multilateral	27.662	25.314	-2.348	-8,49	12,37	11,30	4,45	3,81
Tenedores de bonos	35.885	33.646	-2.239	-6,24	16,04	15,02	5,77	5,06
Otros prestamistas	435	560	125	28,74	0,19	0,25	0,07	0,08
Total	223.690	224.057	366	0,16	100	100	35,99	33,72

Fuente: CGR, CDEFP

Los saldos de la deuda denominada en pesos, a lo largo de 2012 mostraron un descenso tanto en las contrataciones con la banca multilateral como en la emisión de bonos: i) En 2012 la tasa de cambio continuó con la revaluación a pesar de la política del Gobierno al Banco de la República; ii) Las tasas de interés continuaron en caída y la inflación se mantuvo controlada; iii) El gobierno nacional modificó el plan financiero y la ejecución presupuestal en el sentido de reducir las emisiones de bonos externos. De esta manera, el GNC continuó con su estrategia de financiamiento del presupuesto con modificaciones a las fuentes de financiamiento.

- 28 El incremento en la deuda total del gobierno nacional sólo llegó a los \$366.000 millones, resultado de los ajustes en la tasa de cambio, las amortizaciones, los nuevos desembolsos y al efecto compensatorio entre la deuda interna y externa (Cuadro 2.13).

La deuda externa del GNC, denominada en dólares

La deuda externa del GNC, denominada en dólares, en 2012 alcanzó los US \$33.659,18 millones, con un crecimiento de US \$724,24 millones, respecto a la vigencia 2011. Dicho incremento obedeció a desembolsos por US \$2.275,17 millones, amortizaciones por US \$1.914,33 millones y un ajuste por variación en el tipo de cambio positivo por US \$364,26 millones, lo cual significó que en dólares, los desembolsos registrados en 2012 superaron las amortizaciones del período. Esto se debió a la mayor contratación, en especial, a la colocación del bono global por US \$1.485 millones y la fluctuación de la moneda colombiana, que en el registro anual presentó una tasa de revaluación del 8,98% frente al dólar, que afectó los saldos en 2012, generando un efecto compensación dado que algunos de los llamados bonos globales están emitidos en pesos frente a las emisiones en dólares, con lo cual se obtuvo un efecto positivo sobre los saldos en dólares de \$364,25 millones (Cuadro 2.4).

Cuadro 2.14

Saldos de la deuda externa GNC
Cifras en millones de dólares

Tipo deuda	2011	Aj. Tasa de cambio	Aj. Multilaterales	Desembolsos	Amortizaciones	2012
Banca comercial	12,75	0,04	-	0,33	3,59	9,53
Banca multilateral	14.239,08	106,10	(0,87)	687,89	715,87	14.316,33
Banca de fomento	22,06	0,34	-	1,85	2,69	21,57
Gobiernos	189,09	0,18	-	100,00	3,79	285,48
Tenedores de bonos	18.471,96	257,59	-	1.485,09	1.186,53	19.028,12
Total	32.934,94	364,25	(0,87)	2.275,16	1.912,47	33.661,03

Fuente: CGR, CDEFP

Como se mencionó, en la vigencia 2012 el GNC realizó contrataciones de deuda externa, dado que las condiciones financieras internacionales aún se mantenían favorables. En 2012 el país realizó una emisión de bonos externos denominados en pesos en el mercado norteamericano, pero por un monto de US \$1.485 millones (\$2,57 billones); no obstante durante esta vigencia, y a pesar de las condiciones favorables, el Gobierno decidió reducir montos de deuda a contratar para no presionar la tasa de cambio y no monetizar los desembolsos recibidos. Con ello se buscó cumplir estrictamente el roll over en este tipo de deuda (Cuadro 2.14).

En conclusión, en términos de la valoración de la deuda externa en dólares, en pesos y como proporción del PIB, contablemente la deuda externa se redujo, a pesar de los mayores desembolsos durante la vigencia 2012.

Los factores que incidieron en los saldos de la deuda pública externa

El mercado cambiario en 2012 estuvo errático con tendencias variables a lo largo de los meses, de tal manera que se registró una tasa de cambio acorde con los acontecimientos internacionales y la aplicación de la política cambiaria del país.

Durante el primer semestre del año se tuvo una fuerte caída, al pasar de una tasa de \$1.972,4 el 1 de enero hasta alcanzar los \$1,757 a mediados de mayo, con una pequeña devaluación hasta junio con un punto máximo de \$1.845 a finales de mayo, para luego retornar y mantenerse a lo largo del segundo semestre en periodos variables de crecimiento y decrecimiento entre \$1.770 y \$1.830, para finalizar con una tasa a 31 de diciembre de \$1.768,23. Con ello se dio una revaluación del 8,98% en el año (diciembre a diciembre); mientras que en promedio la tasa de cambio alcanzó los \$1.797,09, con lo cual se mantuvo apreciada a lo largo de 2012 (Gráfica 2.5).

Gráfico 2.5

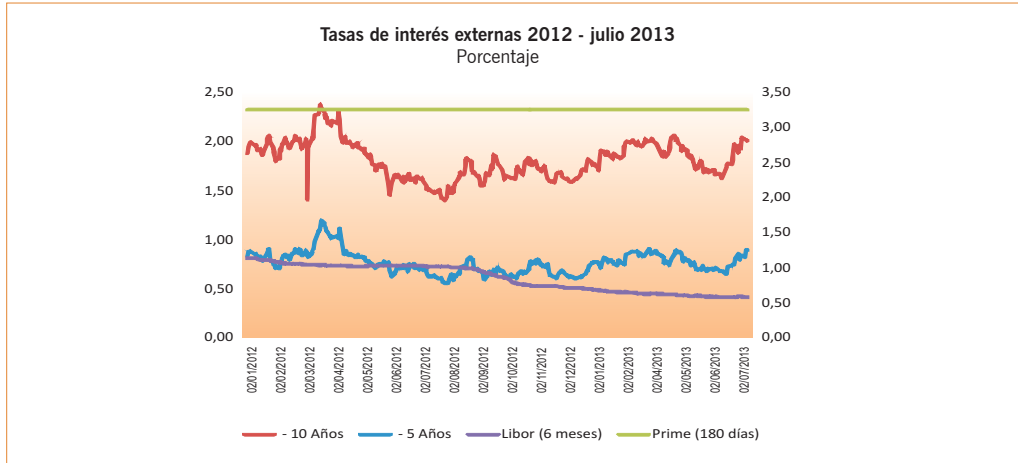


Fuente: Superintendencia Financiera.

Por lo tanto, la apreciación de la moneda colombiana continuó favorablemente para la determinación de los saldos de la deuda en pesos, al igual que para el pago del servicio de la deuda, pues se necesitaron menos pesos para pagar los dólares adeudados. Las tasas de interés fueron otro factor fundamental en el manejo de la deuda externa, dado su comportamiento histórico con tasas extremadamente bajas y en algunos períodos con tasas nulas, tanto en el mercado norteamericano como en el europeo y japonés. La prime rate (a 180 días) conservó su tendencia constante, ya que desde 2009 mantuvo un valor de 3,25%. Situación similar ocurrió con las tasas de referencia de los bonos del tesoro norteamericano a cinco años, que de 3,5% a inicios de 2011, pasó a 2% a finales de 2011 y durante el primer semestre

de 2012 bajó aún más al 1,5%; por su parte, la Libor, a seis meses, disminuyó sus niveles del 0,81 registrados en enero de 2012, hasta el 0,51% observados al cierre de 2012²⁹(Gráfica 2.6).

Gráfico 2.6



Fuente:www.grupoaval.com y www.bancolombia.com.

Bajo este panorama, es claro que el país en los últimos años contó con mejores condiciones para el endeudamiento externo, dado que pudo adquirir deuda a bajas tasas, mayores plazos y denominada en pesos. Ahora bien, consistente con la gestión de la deuda que desde hace varios años implantó el GNC, no aumentó proporcionalmente su exposición con los organismos internacionales, sino que lo hizo con las fuentes internas y en pesos.

Cosa contraria sucedió con el sector privado, pues el Gobierno cedió dicho espacio al sector que aumentó considerablemente su endeudamiento de largo y corto plazo. De acuerdo con las cifras del Banco de la República, la deuda externa de largo plazo del sector privado se incrementó desde finales de 2009 en cerca de un 100%, al pasar de US \$12.985 millones en 2009 a US \$18.275 millones en 2010, US \$23.705 millones en 2011 y US \$22.981 millones en 2012³⁰.

•• 29 Continuando en descenso en el primer semestre de 2013, al alcanzar 0,41%.

30 www.banrep.gov.co. Saldo deuda externa del sector privado por instrumento.

Los prestamistas de la deuda externa del GNC

La estructura de los prestamistas externos del gobierno nacional central en la vigencia 2012 se concentró, en un 99,24%, en dos fuentes principales de endeudamiento: la banca multilateral con US \$14,31 millones (44,54%) y los tenedores de bonos de deuda externa con US \$19,03 billones (54,70%). Los demás prestamistas se dividieron el restante 0,76% del total (banca comercial, gobiernos y banca de fomento), monto poco significativo frente a las fuentes principales (Cuadro 2.15).

Cuadro 2.15

Saldos de la deuda pública externa del GNC, por agente prestamista
Cifras en millones de dólares

Agente	2010	2011	2012
Banca comercial	16,33	12,75	9,53
Banca multilateral	13.802,06	14.239,08	14.316,33
Fomento	25,22	22,06	21,57
Gobierno	194,99	189,09	285,48
Tenedores de bonos	16.949,75	18.471,96	19.028,12
Total	30.988,35	32.934,94	33.661,03

Participación anual			
Agente	2010	2011	2012
Banca comercial	0,1	0,0	0,0
Banca multilateral	44,5	43,2	42,5
Fomento	0,1	0,1	0,1
Gobierno	0,6	0,6	0,8
Tenedores de bonos	54,7	56,1	56,5
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: CGR, CDEFP

Contratación de la deuda pública del GNC*Emisiones de la deuda interna*

El gobierno nacional, dentro del marco de las Leyes 51 de 1990 y 1366 de 2009 (leyes del cupo de endeudamiento) y de acuerdo con la autorización del Banco de la República, estableció mediante resolución, que sus necesidades de financiamiento interno en 2011 llegarían a \$28 billones en emisiones de TES de largo plazo y \$7,5 billones en emisiones de TES de corto plazo; de tal forma que a lo largo de la vigencia colocó en el mercado local dichos montos en títulos de Tesorería, de los cuales una buena parte se dedicaron a garantizar el *roll over* anual de la deuda.

El Decreto 4867 de 2011 autorizó al gobierno nacional a emitir TES por \$27,5 billones con el fin cubrir las necesidades presupuestales de la vigencia 2012. Adicionalmente, estableció un cupo de \$7,5 billones para emitir TES y realizar operaciones de Tesorería. Durante 2012, la Nación colocó en total \$24 billones en TES, de los cuales \$16,3 billones se hicieron a través del mecanismo de subasta. En la última colocación de TES por subasta se emitieron \$200.000 millones a tasas de endeudamiento record en todos los plazos (5 años: 5,33%, 10 años: 6,29% y 15 años 6,58%).

Es de resaltar que la meta de colocaciones por este rubro se redujo a mediados de año en \$2 billones, disminuyendo así la demanda de recursos por parte del gobierno nacional. Si se compara el valor presente de los intereses que se pagarán por el endeudamiento contratado este año a una tasa de 6,86% versus el valor presente de los intereses a la tasa promedio del período 2004-2011 (9,57%), la República de Colombia pagará en el futuro menos intereses por aproximadamente \$4 billones, en razón de lo contratado en endeudamiento interno durante 2012.

Por último, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó una operación de manejo de deuda en septiembre de 2012 con una entidad pública, por un valor nominal de \$445.000 millones, en la cual se recompraron TES IPC con vencimiento en 2013 y a cambio se emitieron TES UVR con vencimiento 2021 y 2023. Esta operación continúa en la senda de mejorar el perfil de deuda de la Nación.

En cuanto al cupo de emisión de TES de corto plazo, la Nación, en sendos comunicados de febrero y junio, determinó declinar la colocación de dichos títulos gracias a los excedentes de recursos con que contaba la Tesorería.

Contratación de la deuda externa

En 2012 el gobierno nacional contrató US \$1.651,7 millones con el fin de cubrir sus necesidades presupuestales de financiamiento del gobierno nacional, principalmente de inversión. Una buena parte se obtuvo con una nueva emisión de bonos globales por \$1.000.000 millones, equivalente a US \$555,7 millones, a una tasa de 4,375%, con vencimiento en 2023. El resto se contrató principalmente con la banca multilateral: US \$610 millones con el BIRF; US \$316 millones con el BID; US \$100 millones AFD; US \$50 millones con la FIDA; y US\$ 10 millones con la CAF. Todos destinados a financiar diferentes proyectos de inversión social y programas de fortalecimiento con una destinación específica (Cuadro 2.16).

Con el Banco Internacional para la Reconstrucción y Fomento (BIRF) se contrataron créditos para los siguientes proyectos: 1) Financiación adicional para la inversión en desarrollo sostenible por US \$10,0 millones; 2) Segundo empréstito de sostenibili-

dad fiscal y el crecimiento económico por US \$200 millones; 3) CAT-DDO Segundo empréstito en política de desarrollo de la gestión del riesgo de desastre US \$250 millones; y 4) DPL ciudades productivas y sostenibles por US \$150 millones.

Con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se realizaron los siguientes contratos: 1) Programa de apoyo en gestión al plan de educación de calidad para la prosperidad por US \$46,0 millones; 2) Programa de abastecimiento de agua y manejo de aguas residuales en zonas rurales US \$60 millones; 3) Programa de consolidación de la responsabilidad fiscal territorial (segunda operación programática) por US \$100 millones; 4) Programa de reforma para el fortalecimiento del sistema nacional de formación de capital humano por US \$100 millones; y 5) Fortalecimiento a la defensa jurídica del Estado por US \$10 millones (Cuadro 2.16).

Cuadro 2.16

Contratación de la deuda externa del gobierno nacional en 2012

Código firmado	Prestamista	Proyecto y/o destinación	Fecha firma del contrato (d/m/a)	Moneda original	Valor moneda original (Millones)	Valor USD (Millones)
542100113	BIRF	DPL ciudades productivas y sostenibles	14/12/2012	USD	150,0	150,0
531100055	AFD	Recursos hídricos/ política de manejo integral del agua	10/12/2012	USD	100,0	100,0
543100031	CAF	Programa de apoyo a la gestión de recursos hídricos en Colombia	10/12/2012	USD	20,0	20,0
542100111	BIRF	Segundo empréstito de sostenibilidad fiscal y el crecimiento económico	04/12/2012	USD	200,0	200,0
541100119	BID	Programa de consolidación de la responsabilidad fiscal territorial ii (segunda operación programática)	30/11/2012	USD	100,0	100,0
541100120	BID	Sistema nacional de formación de capital humano	30/11/2012	USD	100,0	100,0
541100121	BID	Fortalecimiento a la defensa jurídica del Estado	30/11/2012	USD	10,0	10,0
542100112	BIRF	CAT-DDO Segundo empréstito en política de desarrollo de la gestión del riesgo de desastre	16/11/2012	USD	250,0	250,0
541100118	BID	Programa de abastecimiento de agua y manejo de aguas residuales en zonas rurales	31/10/2012	USD	60,0	60,0
543100030	FIDA	Proyecto construyendo capacidades empresariales rurales, confianza y oportunidad.	27/09/2012	USD	50,0	50,0
512100100	Bono TES Global 4,375% 2023	Financiación necesidades presupuestales por concepto de bonos externos de la vigencia 2012	14/09/2012	COP	COP 1.000.000,0	555,7
541100117	BID	Programa de apoyo en gestión al plan de educación de calidad para la prosperidad	16/08/2012	USD	46,0	46,0
542100110	BIRF	Financiación adicional para la inversión en desarrollo sostenible	20/06/2012	USD	10,0	10,0
Total						1.651,70

Fuente: CGR, CDEFP

Con la Corporación Andina de Fomento (CAF) se realizó un contrato con destino al programa de apoyo a la gestión de recursos hídricos en Colombia por US \$ 20 millones; con la Agencia AFD se obtuvo el crédito para financiar el programa Recursos Hídricos - política de manejo integral del agua por US \$100 millones; y con el Fondo de Inversiones (FIDA) se contrató un crédito para el proyecto construyendo capacidades empresariales rurales, confianza y oportunidad por US \$50 millones.

Emisión bono global 2023

El 14 de septiembre de 2012 Colombia realizó la emisión de un nuevo bono TES-Global en dólares a 10 años en los mercados internacionales, por un monto de COP \$1.000.000 millones, equivalente en dólares a USD 555.688.303.

El bono con vencimiento en marzo 21 de 2023 y cupón de 4,375% se colocó a una tasa de rendimiento del 4,50%, que fue inferior en 200 puntos básicos al instrumento de referencia (TES locales con vencimiento en julio de 2024) y menor en 25 puntos básicos a la tasa de intervención del Banco de la República (Cuadro 2.17).

Cuadro 2.17

Condiciones de la emisión del Bono TES-Global 2023

Valor facial en pesos	COP 1.000.000.000.000
Valor facial en dólares	USD 555.688.303
Vencimiento	21 de marzo de 2023
Cupón	4.375%
Frecuencia de pago del cupón	Anual
Precio	98,995%
Rendimiento	4,50%
Spread sobre TES Locales	-200 puntos básicos
Instrumento Benchmark	TES Local con vencimiento en 2024
Tasa Benchmark	6,50 %
Estructura	Pago total del principal al vencimiento

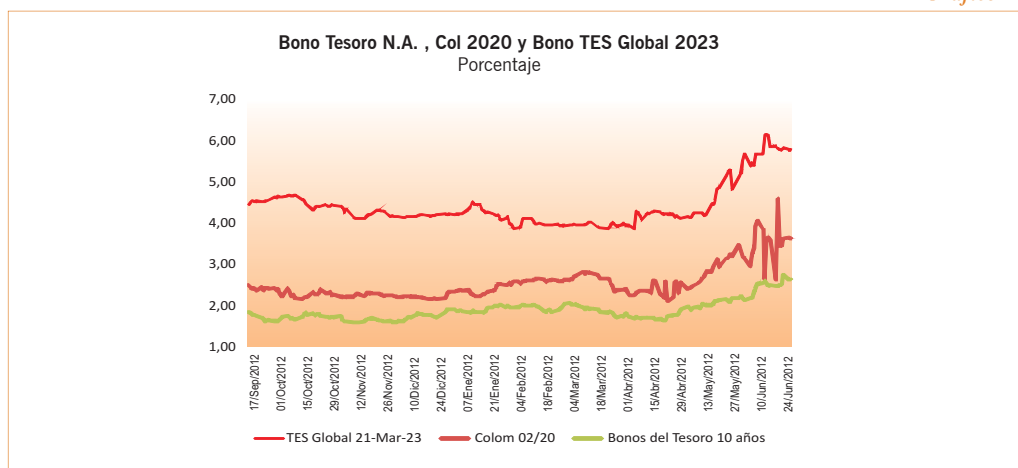
Fuente: Contrato de emisión, MHCP.

El Gobierno señaló que con la emisión, la Nación esperaba seguir cumpliendo su objetivo estratégico de construir curvas de rendimiento más líquidas, renovando los bonos de referencia y manteniendo los TES Globales como *benchmark* internacional para títulos en pesos pagaderos en dólares. Adicionalmente, se buscaba conservar los niveles porcentuales de composición de deuda denominada en pesos.

Con la emisión del TES Global 2023, el cupo disponible de US \$2.080,4 millones se afectó en USD 555,6 millones, quedando un cupo final de US \$1.524,75 millones.

Si bien la tasa de colocación baja se vio favorecida por el grado de inversión obtenido por Colombia para la emisión de bonos, no es menos cierto que en ella influyó notablemente la continua reducción de las tasas de interés de los bonos del Tesoro en Estados Unidos durante 2012, como resultado de la laxa política monetaria llevada a cabo para enfrentar la crisis que desde 2008 sufre este país (Gráfica 2.7). Esta tendencia se vio acrecentada en la medida en que la crisis en Europa indujo a los agentes del mercado a adquirir inversiones en activos de bajo riesgo, como los bonos del Tesoro norteamericano, ante la sensibilidad generada por el aumento de la exposición al riesgo en la mayoría de economías desarrolladas.

Gráfico 2.7



Fuente: Bancolombia

El servicio de la deuda del gobierno nacional

El servicio total de la deuda del GNC en 2012 alcanzó los \$43,22 billones (5,86% del PIB), de los cuales el pago a la deuda interna se situó en \$36,24 billones y la externa en \$6,98 billones (Cuadro 2.18). Estas cifras incluyeron el total del servicio de la deuda de largo plazo (externa e interna), la emisión de bonos Fogafin, los bonos de valor constante y los bonos para las universidades. Asimismo, se incluyó el servicio de los TES de corto plazo, que alcanzó los \$6,2 billones.

El otro componente importante dentro del servicio de la deuda del GNC fueron las operaciones de corto plazo y las de manejo de la deuda; no obstante, tal como se explicó anteriormente, el gobierno nacional no tuvo la necesidad de ejecutar este tipo de operaciones por los recursos de caja que mantuvo en 2012. De tal manera, que a lo largo del año el gobierno nacional amortizó \$6,82 billones con el fin de generar en total un saldo de \$213.000 millones al cierre del período (Cuadro 2.19).

Cuadro 2.18

Servicio de la deuda pública del GNC en 2012

Cifras en miles de millones de pesos

Mes	Interna				Externa				Total
	Amortizaciones	Intereses	Comisiones	Total	Amortizaciones	Intereses	Comisiones	Total	
Enero	2.381,75	170,44	12,11	2.199,20	1.708,06	470,83	7,31	2.186,20	4.385,40
Febrero	941,04	1.311,35	-	2.252,40	52,04	185,88	0,10	238,02	2.490,42
Marzo	1.813,02	467,18	-	2.280,20	36,15	306,77	0,23	343,15	2.623,35
Abril	3.036,56	745,44	17,18	3.799,18	15,15	262,22	0,36	277,72	4.076,90
Mayo	2.092,63	1.432,20	-	3.524,83	356,05	264,45	0,23	620,74	4.145,57
Junio	2.456,48	1.126,49	-	3.582,97	120,79	325,07	0,33	446,19	4.029,16
Julio	1.544,79	2.633,11	13,12	4.191,01	81,88	427,71	0,07	509,66	4.700,68
Agosto	5.434,41	991,46	0,01	6.425,88	65,69	193,82	0,10	259,61	6.685,49
Septiembre	509,56	810,60	-	1.320,16	28,10	304,27	0,05	332,41	1.652,57
Octubre	240,00	2.510,19	17,53	2.767,71	15,87	382,71	0,32	398,90	3.166,61
Noviembre	367,06	594,69	-	961,75	379,52	259,10	0,22	638,85	1.600,60
Diciembre	2.559,23	12,83	-	2.572,06	589,65	133,19	3,06	725,90	3.297,96
Total anual	23.376,53	12.805,97	59,95	36.242,45	3.448,95	3.516,02	12,38	6.977,35	43.219,80

Fuente: CGR, CDEFP, incluye el servicio de los TES B de corto plazo y operaciones de canje.

Si se registrara la totalidad de operaciones presupuestales, el servicio de la deuda llegaría a los \$43,22 billones; no obstante, el monto que se ejecutó presupuestalmente alcanzó los \$36,4 billones, con un crecimiento del 11,16% frente al registrado en 2011. De ese monto, \$6,98 billones correspondieron a la deuda externa y \$29,41 billones a la deuda interna de largo plazo (Cuadro 2.19).

Cuadro 2.19

Servicio de la deuda pública del GNC

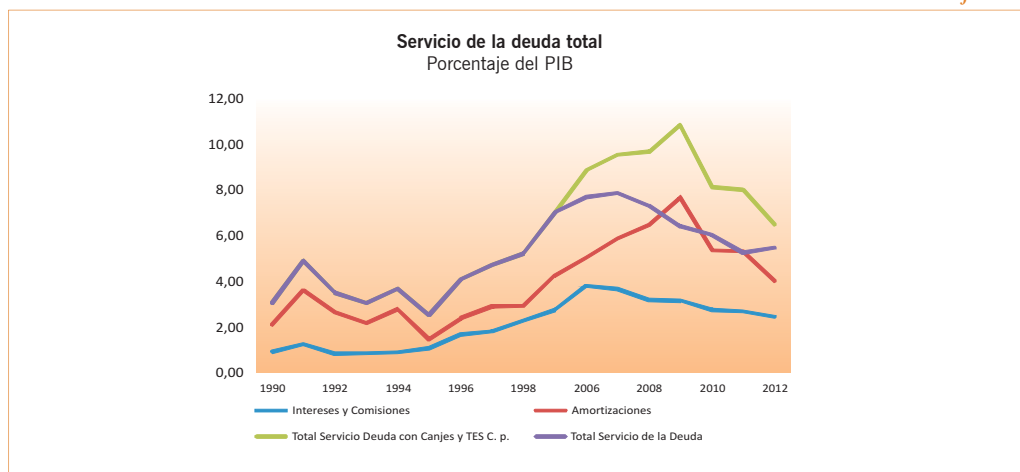
Cifras en millones de pesos

Año	Deuda Externa			Deuda Interna					Total servicio deuda pública	
	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total	Amortizaciones largo plazo	Amortizaciones TES corto plazo	Operaciones de canje	Amortizaciones Total	Intereses y comisiones		Total largo plazo
2006	3.300.858	4.485.956	7.786.814	11.577.113	4.449.517	0	16.026.630	10.170.129	21.747.241	29.534.055
2007	2.352.891	4.048.483	6.401.374	15.758.966	7.181.077	0	22.940.043	11.794.262	27.553.228	33.954.603
2008	3.311.170	3.678.364	6.989.535	16.458.565	8.335.610	3.032.391	27.826.565	11.648.535	28.107.100	35.096.635
2009	3.451.324	3.871.452	7.322.776	12.949.264	8.794.669	13.596.336	35.340.269	12.101.630	25.050.894	32.373.671
2010	3.501.605	3.636.111	7.137.717	14.345.416	8.359.140	3.061.755	25.766.310	11.442.997	25.788.413	32.926.129
2011	2.135.072	3.493.816	5.628.888	13.855.510	11.184.143	5.961.843	31.001.496	13.258.712	27.114.222	32.743.111
2012	3.448.953	3.528.444	6.977.397	16.552.730	6.823.797	0	23.376.528	12.865.927	29.418.657	36.396.054

Fuente: CGR, CDEFP, incluye TES B de corto plazo y operaciones de canje como referencia, pero en total del servicio de la vigencia presupuestal no suman y difiere con el cuadro 2.19

Dentro del marco del plan financiero y las necesidades presupuestales, el GNC deberá implementar algunas operaciones con el fin de continuar con la política de disminuir su exposición externa o por lo menos mejorar el perfil de vencimientos de la deuda pública; cuya tendencia es clara en cuanto a la relación servicio de la deuda frente al PIB, en el cual se muestra un notable mejoramiento en ese indicador, por lo menos en los últimos cuatro años (Gráfica 2.8).

Gráfico 2.8

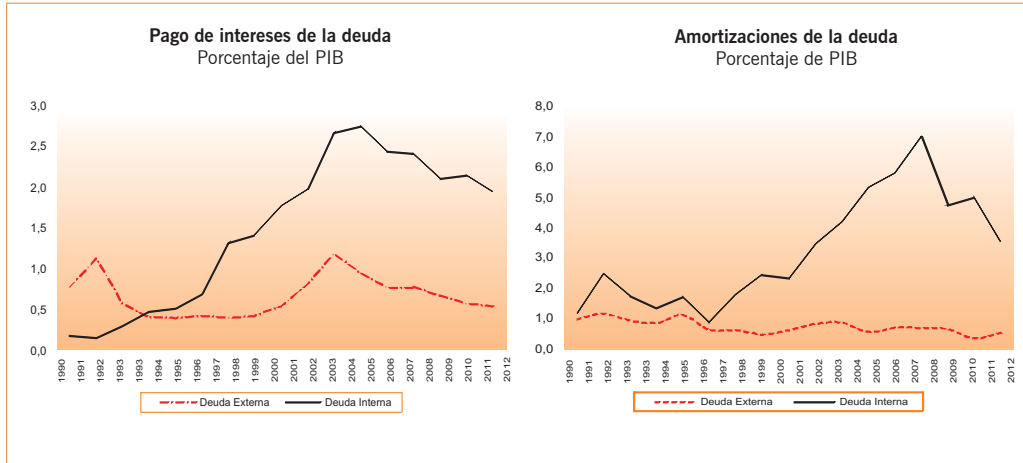


Fuente: CGR, CDEFP.

La gráfica registra el impacto que tuvieron las operaciones de canje y el manejo de los TES de corto plazo desde 2005, en especial en 2009, cuando ejecutó operaciones por más de \$13 billones (2% del PIB) y en 2011 cuando realizó canje por más de \$5 billones, con lo cual el gobierno nacional mejoró notablemente su caja y optó por nuevas líneas de manejo en los TES B al combinar el corto y largo plazo.

Ello fue reflejo de la gestión de la deuda por parte del gobierno, favorecida por la revaluación del peso y el crecimiento económico en los últimos años. De esta forma, se dio una caída en el porcentaje del pago por intereses frente al PIB entre 2006 y 2012 y en el pago de las amortizaciones de la deuda interna desde 2009, todo ello, consistente con los cambios ocurridos en los fundamentales económicos y sus efectos sobre el pago de intereses; pero también porque el gobierno nacional tuvo unas menores necesidades de financiamiento para realizar el *roll over* de este tipo de deuda (Gráfica 2.9).

Gráfico 2.9



Fuente: CGR, CDEFP.

Perfil de la deuda del GNC

Todo lo expresado en el ítem anterior se reflejó en los perfiles de la deuda, pues los indicadores de endeudamiento se redujeron considerablemente y se logró disminuir las presiones financieras sobre el presupuesto nacional.

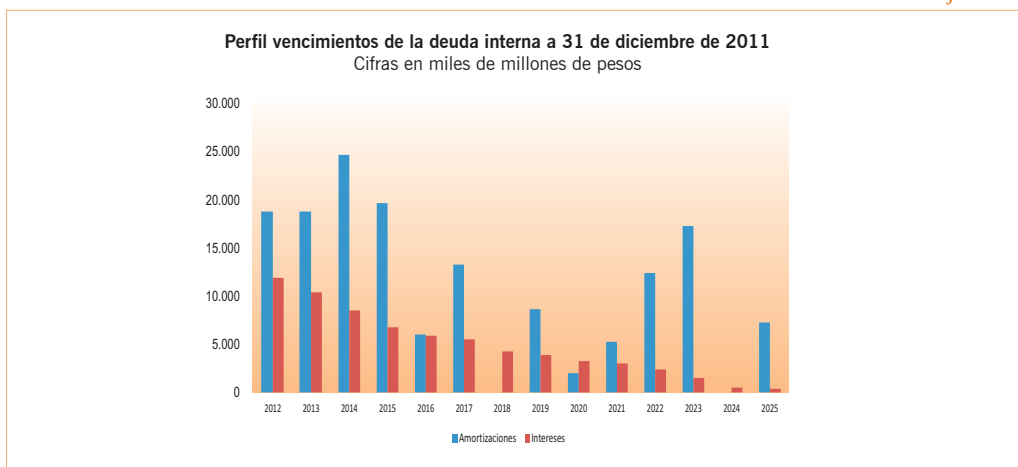
Perfil de la deuda interna

La deuda interna del gobierno nacional, por su parte, tiene factores que inciden directamente en su perfil: 1) Su refinanciamiento (roll-over) anual, especialmente en los tres años siguientes; 2) La política de canjes de los años anteriores determinó el aplazamiento de los vencimientos concentrándolos en 2014, 2015 y 2017; 3) Se tomaron decisiones tendientes a reducir la presión de los vencimientos en el corto plazo, pero no a reducir el monto nominal de la deuda; 4) En los actuales momentos de crisis internacional, el gobierno nacional debe tomar las medidas necesarias tendientes a proteger lo ganado en los últimos años; 5) Dependencia de la política de la Reserva Federal y sus determinaciones sobre el dólar y las tasa de interés de referencia.

Con el manejo de la deuda pública dado en 2012, el gobierno continuó con la mejora en el perfil de la deuda, por varios hechos: i) no utilizó la totalidad del cupo de emisiones de TES B; ii) no utilizó las operaciones con los TES de corto plazo; iii) realizó una recompra de títulos por más de \$400.000 millones; y iv) se mantuvo durante la vigencia la reducción constante en las tasas de interés de dichos bonos.

Estos hechos se reflejaron en el mejoramiento del perfil de este tipo de deuda (Gráfica 2.10), donde los picos de vencimientos se tendrán para 2014, 2015, 2017, 2022 y 2023, que desde la vista del mediano plazo, debe ser consistente con la política fiscal, la rotación de la deuda y las perspectivas de ingresos en la reforma tributaria de 2012.

Gráfico 2.10



Fuente: CGR, CDEFP.

Los mayores vencimientos que se darán en 2014, con \$24,1 billones, en 2015 con \$19,2 billones y 2017 dichos montos se reducirán a \$12,99 billones. Ahora bien, este análisis del perfil únicamente corresponde a las amortizaciones, pero en cuanto al pago del servicio de este tipo de deuda, se le debe sumar el pago de intereses, toda vez que para esos años se incrementarán las necesidades de emisión de títulos por \$8,3 billones, \$6,6 billones y \$5,3 billones, respectivamente, para cubrir el pago de intereses y comisiones; con lo cual el próximo año el Gobierno tendrá que por lo menos emitir en TES B en cerca de \$32,3 billones (Cuadro 2.20).

Cuadro 2.20

Perfil de la deuda interna a 31 de diciembre de 2012*
Cifras en miles de millones de pesos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Amortizaciones	18.260	18.282	24.068	19.186	5.919	12.991	-	8.449	1.904	5.095	12.061	6.843	-	7.137
Intereses	11.638	10.088	8.263	6.541	5.710	5.352	4.145	3.746	3.166	2.938	2.313	1.498	535	353
Total servicio interna	29.899	8.370	32.331	25.727	1.629	8.343	4.145	2.195	5.069	8.033	4.374	8.341	535	7.489

Fuente: Banco de la República. Cálculos: CGR- CDEFP

*No incluye bonos pensionales ni BVC

Para la CGR es claro que hasta la vigencia 2012 las condiciones de la deuda pública y el manejo de la misma estuvieron enmarcadas dentro de un contexto prudencial y acorde con las políticas trazadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo y en el Plan Financiero, y aún más, dadas las condiciones de excedentes financieros por mayores recaudos tributarios, los indicadores de la deuda mejoraron.

De igual manera es claro que aún subsisten muchas incertidumbres en el ámbito internacional que impactan a la economía colombiana y la dependencia de las decisiones de tesoro norteamericano sobre su política monetaria afectará decididamente los fundamentales macroeconómicos del país y, con ello, la deuda.

Se suman las perspectivas negativas de los diferentes agentes económicos entre ellos el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que ya registran datos sobre la desaceleración de la economía colombiana para los años venideros, menores registros en el crecimiento del PIB y mayores necesidades de financiamiento del gobierno nacional para el roll over de la deuda y para el financiamiento de la inversión registrada en el Plan de Desarrollo, que el Gobierno está emprendiendo y que aún no despega como el plan de vivienda, agua potable, concesiones viales, troncales, ley de víctimas, entre muchos otros.

Perfil de la deuda externa

Un hecho fundamental, atribuible al manejo dado por el gobierno nacional a la deuda pública en el último decenio, fue la mejora en el perfil de la deuda pública externa, que al contar con mayores plazos y menores tasas de interés provocó un menor costo por el servicio de la deuda (ahorro). Esto llevó en varias vigencias a realizar traslados presupuestales del apropiado para el servicio de la deuda externa para otros rubros, el cual ascendió en 2012 a más de \$2,0 billones.

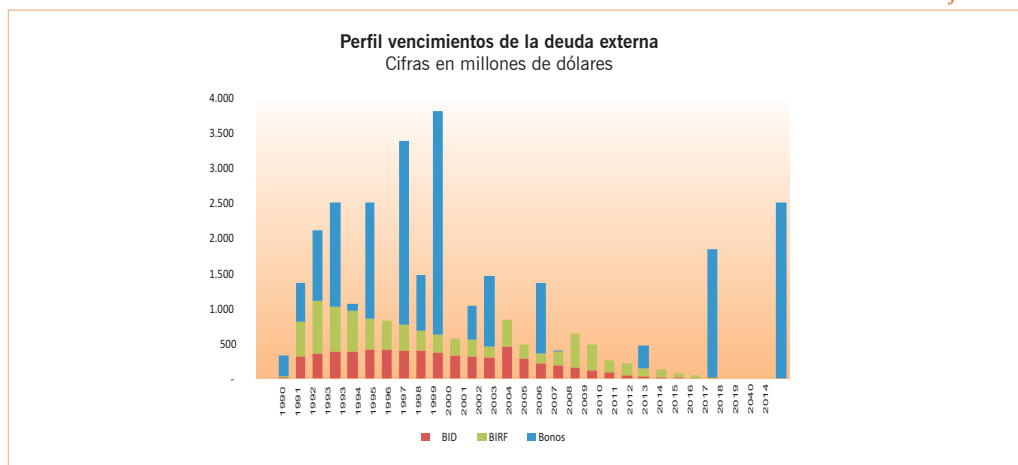
Como se registró en los informes de años anteriores, la política del gobierno nacional ha sido consistente por más de un decenio y ello se demostró con la caída en los indicadores de los saldos de la deuda externa y en su el servicio. Además de lograr la mejora en la calificación de la deuda, el Gobierno colocó emisiones de bonos en pesos y más largo plazo; así mismo, contó con el apoyo de la banca multilateral para obtener recursos frescos para la inversión en montos importantes.

Todo ello confluyó para mejorar el perfil de este tipo de deuda en el mediano plazo, aunque persisten vencimientos en 2016 y 2018 por US \$2.500 millones y en 2020 y 2022 por US \$3.400 y 3600 millones (Gráfica 2.11). Al sumar los requerimientos asociados a las fuentes, se tiene que en los próximos cinco años se concentrará un 43,2% de los vencimientos totales de la deuda externa del gobierno

nacional. Los bonos registran una mayor concentración de vencimientos para los años 2020, 2022, 2038 y 2041, por montos anuales que van desde US \$1.000 millones hasta US \$3.000 millones; mientras que con el Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF) los mayores vencimientos serán entre 2015 y 2018, con montos significativamente menores.

El gobierno nacional debe prestar atención, precisamente por el cambio en las condiciones de los mercados internacionales y en la política de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el primer semestre de 2013 y los vencimientos que tendrá el país en los próximos años, pues es allí donde estará el mayor riesgo para la deuda externa.

Gráfico 2.11



Fuente: CGR, CDEFP Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

La deuda del sector público descentralizado nacional³¹

La deuda de las entidades descentralizadas por servicios del orden nacional (EDN) en la vigencia de 2012, aumentó tanto nominalmente como proporción del producto interno. Así, la deuda total pasó de \$16,85 billones en 2011 a \$21,5 billones en 2012, de cuyo monto las entidades registraron una deuda externa por \$10,79 billones, mientras que los saldos adeudados internamente ascendieron a \$10,71 billones (Cuadro 2.21).

- 31 La Ley 489 de 1998 estableció que son entidades descentralizadas del orden nacional “los establecimientos públicos, las empresas industriales y comerciales del estado, las sociedades públicas y las sociedades de economía mixta, las superintendencias y las unidades administrativas especiales con personería jurídica, las empresas sociales del estado, las empresas oficiales de servicios públicos y las demás entidades creadas por la ley o con su autorización, cuyo objeto principal sea el ejercicio de funciones administrativas, la prestación de servicios públicos o la realización de actividades industriales o comerciales con personería jurídica, autonomía administrativa y patrimonio propio”.

Cuadro 2.21

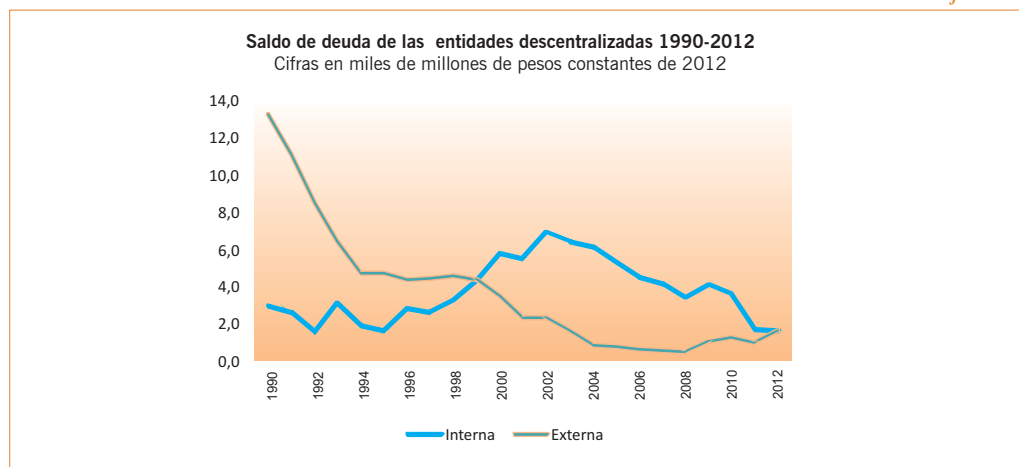
Saldo de la deuda pública entidades descentralizadas nacionales (EDN)
Cifras en miles de millones de pesos

Entidad	Tipo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Crecimiento		% PIB
		Miles de millones de pesos							2012/ 2011	%	
Entidades descentralizadas nacionales	Interna	17.462	18.011	16.277	20.599	19.546	10.674	10.703	28,7	0,3	1,6
	Externa	2.405	2.590	2.565	5.357	6.985	6.184	10.792	4.608,5	74,5	1,6
	Total	19.867	20.600	18.842	25.956	26.531	16.858	21.495	4.637,2	27,5	3,2
Gobierno central nacional	Total	156.756	157.460	174.618	190.547	205.571	223.690	224.053	363,0	0,2	33,7
Total nivel nacional		176.623	178.061	193.461	216.503	232.102	240.548	245.549	5.000,3	2,08	36,95

Fuente: CGR, CDEFP, DCEF.

Como proporción del PIB, los saldos de este tipo de entidades vienen con una tendencia descendente desde la década pasada, al pasar del 9,2% del PIB en 2000 a representar el 3,2 del PIB para 2012, siendo proporcional entre la deuda local (1,6% del PIB) y la externa (1,6% del PIB) (Cuadro 2.21 y Gráfica 2.12).

Gráfico 2.12

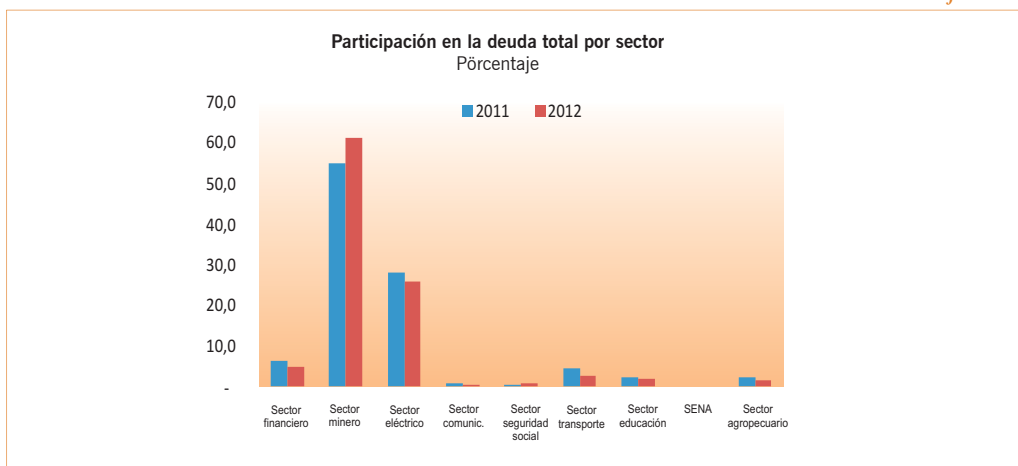


Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

El total de la deuda de las entidades descentralizadas se incrementó en \$4,46 billones, al pasar de \$16,8 billones el año anterior a \$21,4 billones para 2012, por efecto de las mayores contrataciones en los sectores de petróleo y energía. Estos sectores registran la mayor participación en el total, el primero con un porcentaje de 61% y el segundo con un 26%. Específicamente, estas cifras estuvieron influen-

ciadas por el financiamiento dado a proyectos de importancia estratégica para el país como la Refinería de Cartagena y la Hidroeléctrica de Sogamoso (Gráfica 2.13 y Cuadro 2.22).

Gráfico 2.13



Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Por su parte, la deuda interna de las entidades disminuyó con relación a 2011 de representar el 63% al 49,4%, mientras la deuda externa incremento de 36% a 50,6%, comportamiento contrario a la política de endeudamiento aplicada por el gobierno nacional de reemplazo de financiamiento externo por interno con el fin de disminuir las fluctuaciones asociadas a la tasa de cambio.

Los demás sectores del conjunto de entidades no presentaron movimientos significativos y representan bajos porcentajes de participación en cuanto a financiamiento se refiere, como lo muestra la gráfica 2.13.

Saldos de deuda de las entidades descentralizadas nacionales por sectores

En este capítulo la CGR ha insistido en la dinámica que las entidades descentralizadas han tenido en la formación de la infraestructura en Colombia, en especial en el sector minero y energético. En los últimos años, estos sectores concentraron más del 83% (\$14,02 billones) en 2011 y el 86% (\$18,68 billones) en 2012, del total adeudado por este nivel de administración. Esos montos de endeudamiento son reflejo de las nuevas inversiones que están realizando, por ejemplo, Reficar, o el sector eléctrico con el plan de expansión.

Cuadro 2.22

Deuda pública de las entidades descentralizadas
Cifras en miles de millones de pesos

Entidades	2011				2012				Variación
	Interna	Externa	Total	%	Interna	Externa	Total	%	2012-2011
Sector financiero	67,0	1.005,1	1.072,1	6,4	55,5	1.030,8	1.086,3	5,1	14,2
Sector minero	5.419,9	3.846,5	9.266,5	55	4.934,8	8.197,9	13.132,7	61,1	3.866,2
Sector eléctrico	4.078,8	675,2	4.754,0	28,2	4.674,9	876,4	5.551,3	25,8	797,3
Sector comunicaciones	123,5		123,5	0,7	97,6		97,6	0,5	(25,9)
Sector seguridad social	115,7		115,7	0,7	174,1		174,1	0,8	58,4
Sector transporte	740,4		740,4	4,4	608,0		608,0	2,8	(132,4)
Sector educación	19,7	373,2	392,9	2,3	28,2	432,1	460,4	2,1	67,4
Sector agropecuario	90,3	238,8	374,1	2,2	110,0	255,1	365,1	1,7	(8,9)
Otras	18,8		18,8	0,1	19,8		19,8	0,1	1
Total	10.674,1	6.183,9	16.858,0	100,0	10.702,9	10.792,4	21.495,3	100,0	4.637,3

Fuente: CGR, CDEF, DCEF.

Sector financiero

Las entidades financieras tienen un tratamiento especial en el contexto de deuda pública, toda vez que el segundo inciso del artículo 18 del decreto 2681 establece: *“No se consideran títulos de deuda pública los documentos y títulos valores de contenido crediticio y con plazo para su redención que emitan los establecimientos de crédito, las compañías de seguros y las demás entidades financieras de carácter estatal, que correspondan al giro ordinario de las actividades propias de su objeto social, excepto los que ofrezcan dichas entidades en los mercados de capitales internacionales con plazo mayor a un año, caso en el cual requerirán de la autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público para su emisión, suscripción y colocación y podrán contar con la garantía de la Nación”*, con lo cual solo reportan el endeudamiento externo garantizado por la Nación y no el destinado para uso de su objeto social, con lo que la cifra no muestra el endeudamiento total.

Este sector presentó un valor de \$1,86 billones, un incremento de \$20.000 millones con respecto a la deuda externa de 2011 y que incluye al Banco de Comercio Exterior “Bancoldex”, la Financiera de Desarrollo Territorial “Findeter” y el Fondo de Garantía de Instituciones Cooperativas “Fogacoop”, que reporta endeudamiento interno (Cuadro 2.23).

- 32 Este mismo texto se replica en la Ley 533 de 1999.

Cuadro 2.23

Deuda pública de las entidades financieras

Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Bancoldex	-	639,8	639,8	-	655,5	655,5	15,7
Findeter	-	365,3	365,3	-	375,4	375,4	10,0
Fogacoop	61,4	-	61,4	55,5	-	55,5	(5,9)
Fogafin	5,6	-	5,6	-	-	-	(5,6)
Sector Financiero	67,0	1.005,1	1.072,1	55,5	1.030,8	1.086,3	14,2

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

El sector minero

El sector minero mantuvo su tendencia desde 2009, siendo uno de los dos sectores con mayores niveles de financiamiento. De tal manera, que para la vigencia 2012 se incrementó en \$3,86 billones su situación crediticia con relación al año anterior, representando el 61% de la deuda total de las entidades descentralizadas a nivel nacional.

En este periodo se destacaron los movimientos en proyectos como la Refinería de Cartagena, que incrementó en \$4,65 billones su deuda total, valor dado por los desembolsos en los créditos adquiridos para el financiamiento del proyecto. Por este concepto ingresaron \$4,77 billones y se dio una disminución de \$114.000 millones por la variación en tasa de cambio (Cuadro 2.24).

Cuadro 2.24

Sector minero

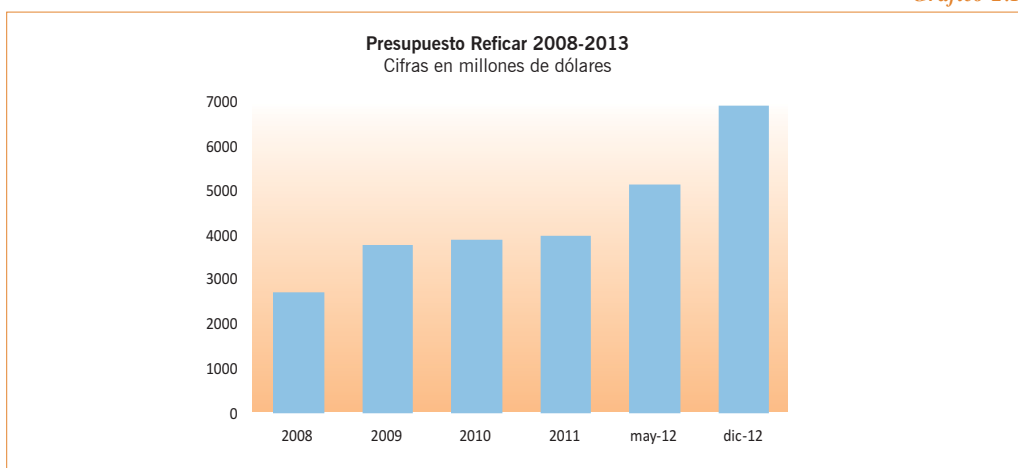
Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Ecopetrol	3.048	2.914	5.962	2.603	2.652	5.255	(707)
Refinería de Cartagena	1.110	777	1.887	1.110	5.436	6.545	4.658
Oleoducto Central	1.100	-	1.100	900	-	900	(200)
Bioenergy	56	-	56	70	-	70	14
Bioenergy Zona Franca	107	-	107	252	-	252	145
Propilco S.A	-	155	155	-	110	110	(45)
Compounding and Masterbatching Industry Limitada (COMAI)	0,07	-	0,07	0,06	-	0,06	(0,02)
Sector minero	5.420	3.847	9.266	4.935	8.198	13.133	3.866

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Del proyecto es importante destacar que ha tenido varios ajustes en su planeación financiera, por cuenta de consideraciones técnicas no previstas al iniciar la expansión de la refinería, lo que llevó a sobrecostos evidenciados en los presupuestos que al inicio contemplaban una inversión de US \$3.770 millones³³ en 2009 (año en que pasó a ser liderado 100% por Ecopetrol) a 2013 cuando se estima que costará US \$6.467 millones, con un incremento de US \$2.697 millones, sumado a que no entrará en funcionamiento en junio de 2013 como se tenía planeado debido a demoras en la etapa de construcción (Gráfica 2.15 y Cuadro 2.26).

Gráfico 2.14



Fuente: Informes de Auditoría a Reficar 2009-2012.

Para la financiación del proyecto, la empresa realizó operaciones de crédito externas por US \$3.500 millones, autorizadas mediante la Resolución 3964 emanada del Ministerio de Hacienda y Crédito Público el 29 de diciembre de 2011, de los cuales, al cerrar la vigencia 2012 se habían desembolsado un total US \$2.674 millones, con lo que le restan tan solo US \$826 millones, que pueden no ser suficientes para completar la obra, más si se tiene en cuenta que a marzo 2013 a la etapa de construcción le falta aún el 44,6% y que el presupuesto ha sido incrementado (Cuadro 2.25).

•• 33 Unidad de Planeación Minero Energética. (Marzo de 2013). Obtenido de www.upme.gov.co

Cuadro 2.25

Avances del proyecto Reficar

Progreso EPC - Marzo 2013	Marzo 2013							
	Fase	Peso	Mes anterior		Mes actual		Acumulado	
			Meta	Real	Meta	Real	Meta	Real
Ingeniería	14,2%	100,0%	99,9%	0,0%	0,0%	100,0%	99,9%	
Procura	50,4%	97,8%	97,1%	0,5%	0,8%	98,3%	97,9%	
Servicios de Procura	1,1%	95,4%	95,2%	1,2%	0,7%	96,6%	95,9%	
Fabricación	1,5%	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	
Construcción	32,8%	41,3%	41,3%	3,3%	3,4%	44,6%	44,7%	
Total	100%	79,6%	79,3%	1,3%	1,50%	80,9%	80,8%	

Fuente: www.reficar.com.co

Los créditos suscritos para el proyecto tienen como característica la garantía de Ecopetrol en cuanto a servicio de la deuda en caso de contingencia, para lo cual la empresa ya tiene autorización proferida por el Departamento Nacional de Planeación (PND) y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público para acceder a recursos por un monto de US \$8.200 millones, de los cuales US \$3.700 se destinarían a cubrir esta contingencia³⁴ (Cuadro 2.26).

Cuadro 2.26

Créditos firmados por Reficar
Cifras en dólares

Entidad prestamista	Monto del crédito
Export-Import Bank of the United States – US EXIM	2.650.000.000
HSBC Bank USA N.A.	100.000.000
AB Svensk Exportkredit - SEK	100.000.000
Sumitomo Mitsui Banking Corporation, The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	210.000.000
Sumitomo Mitsui Banking Corporation; The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.; HSBC Bank USA N.A.	440.000.000
Total	3.500.000.000

Fuente: CGR, CDEFP, DCEF.

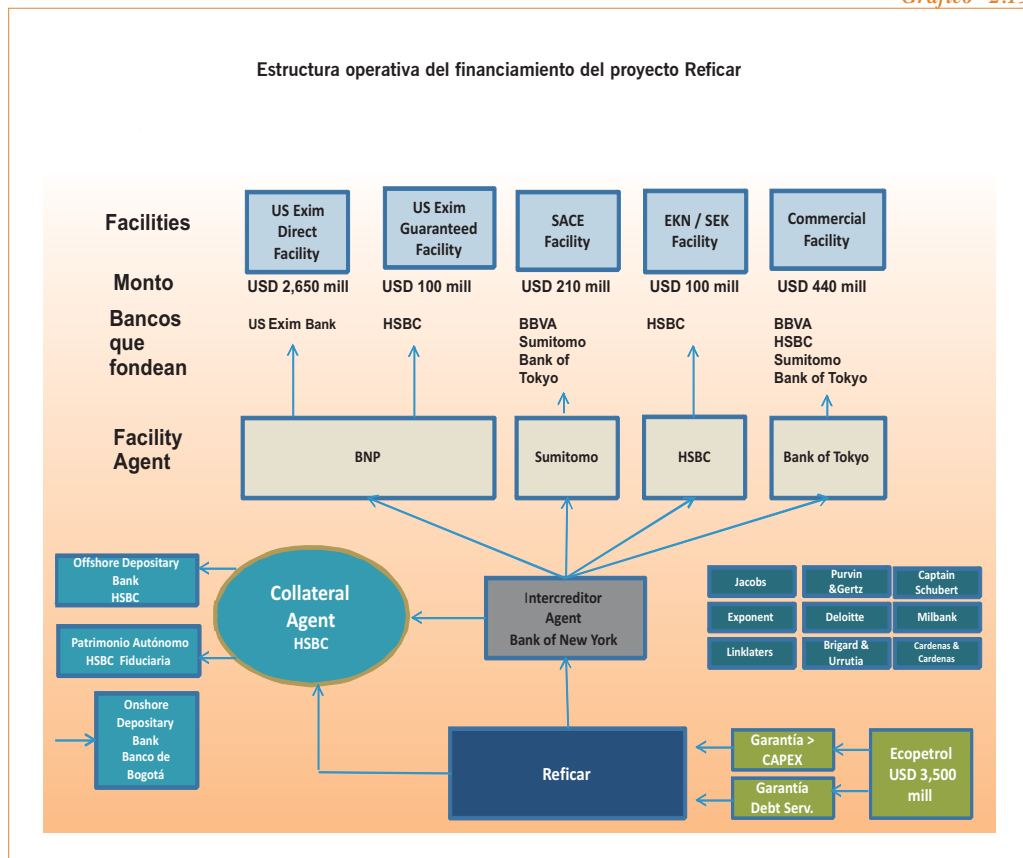
Los créditos asumidos por Reficar tienen una estructura de financiamiento poco común, conocida como *Project Finance*, que es un mecanismo de financiación de inversiones de gran envergadura, que se sustenta en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja que puedan atender la devolución de los préstamos. También

- 34 Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (18 de Marzo de 2013). Resolución 0826. Bogotá D.C.

se caracteriza por la intervención de un *pool* de bancos en el que cada uno facilita una parte de la financiación y, por lo tanto, el riesgo se divide en partes, el cual incluye facilitadores o bancos principales, bancos fondeadores, agentes facilitadores, un agente intercrédito, un agente colateral y la garantía de Ecopetrol, que la hace como una de las más complejas negociaciones de una empresa nacional y costosa por el pago de comisiones por intermediación (Gráfica 2.17).

Los movimientos por concepto de comisiones e interés para este proyecto en 2012 fueron de un total de \$495.000 millones, de los cuales \$421.000 millones correspondieron a pago de comisiones y los restantes \$74.000 millones por intereses, lo que demostró el costo de la estructura financiera utilizada para el proyecto.

Gráfico 2.15



Fuente: Refinería de Cartagena

Aumentaron también su deuda en el sector, en menor proporción y a nivel local, Bioenergy y Bioenergy Zona Franca, las cuales en total, para 2012, registraron un endeudamiento de \$322.000 millones.

Las demás filiales de Ecopetrol y que representan el sector, incluida ésta, Ocesa, Propilco S.A. y *Compounding and Masterbatching Industry* Limitada (COMAI), redujeron el endeudamiento a \$952.000 millones.

Sector energía

El sector de energía eléctrica se caracterizó por un incremento en su deuda total en \$797.000 millones, al pasar de una deuda interna y externa por \$4,75 billones en 2011 a \$5,55 billones en 2012, en un monto generado, principalmente, por el endeudamiento de empresas como ISAGEN, la cual incrementó en \$848.000 millones su deuda, con destino al proyecto de la Hidroeléctrica de Sogamoso; Gecelca 3 S.A.S zona franca, con un aumento de \$53.000 millones de préstamos de sus vinculados económicos; GENSA con \$15.000 millones más y Transelca S.A con una mayor variación de \$23.000 millones. Las demás empresas en su conjunto disminuyeron su financiamiento en un total de \$143.000 millones, destacándose entre éstas, la desaparición de la Empresa de Energía de Boyacá por su venta a la canadiense BCIF Holding Colombia S.A.S., volviéndose una entidad privada³⁵.

Las únicas empresas que presentan deuda externa son ISA, que, además, garantiza el endeudamiento de sus filiales en Perú, Brasil, Bolivia y Costa Rica. Por su parte, la empresa Isagén presentó el mayor endeudamiento dentro del sector con \$2.364.800 millones, además de URRÁ y Gecelca, las cuales suman una deuda externa de \$808.300 millones (Cuadro 2.27).

•• 35 Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2011). Comunicado de Prensa 66. Bogotá D.C.

Cuadro 2.27

Sector energía

Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación 2012-2011
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	
E.S.P. Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A	59,7	-	59,7	36,7	16,6	53,3	(6,4)
E.S.P. GECELCA 3 S.A.S.	166,1	-	166,1	219,1	-	219,1	53,0
Centrales Eléctricas de Nariño S.A. E.S.P	9,7	-	9,7	4,7	-	4,7	(5,0)
Central Eléctricas del Norte Santander	0,1	-	0,1	-	-	-	(0,1)
Corelca	104,9	-	104,9	104,9	-	104,9	0,0
Electrificadora del Caquetá S.A. E.S.P	7,1	-	7,1	5,5	-	5,5	(1,6)
Electrificadora del Meta S.A - E.S.P.	40,0	-	40,0	40,0	-	40,0	-
Electrohuila	20,7	-	20,7	13,6	-	13,6	(7,1)
Empresa Energía Boyacá	87,2	-	87,2	-	-	-	(87,2)
GENSA	13,8	-	13,8	29,5	-	29,5	15,7
Internexa	6,4	-	6,4	2,4	-	2,4	(4,0)
ISA	1.723,7	186,6	1.910,3	1.568,7	336,3	1.905,0	(5,3)
Isagen	1.047,4	468,7	1.516,1	1.852,3	512,5	2.364,8	848,8
URRA	465,1	19,9	484,9	447,5	10,8	458,3	(26,6)
Transelca	327,0	-	327,0	350,0	-	350,0	23,0
Sector Eléctrico	4.078,8	675,1	4.754,0	4.674,9	876,4	5.551,3	797,4

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Sector comunicaciones

En comunicaciones son pocas las empresas que pertenecen al nivel nacional que se encuentran endeudadas. En general, el sector disminuyó su deuda total en \$37.000 millones, en comportamiento asociado a la disminución en \$26.000 millones en Metrotel Redes S.A. Por otra parte, el Canal Regional del Caribe aumentó en \$162 millones su financiamiento, producto de préstamos con la banca comercial (Cuadro 2.28).

Cuadro 2.28

Sector comunicaciones

Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación 2012-2011
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	
Metrotel Redes S.A	122,2	-	122,2	96,2	-	96,2	(26,1)
Canal Regional de Televisión del Caribe Ltda	1,3	-	1,3	1,5	-	1,5	0,2
Sector comunicaciones	123,5	-	123,5	97,6	-	97,6	(25,9)

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Sector social

En el sector de seguridad social se incrementó el financiamiento interno en un total de \$58.400 millones, dado por el aumento de la deuda de la Caja de Previsión Social de Comunicaciones (Caprecom) por \$58.500 millones, cuyos recursos fueron destinados al pago de obligaciones a favor de proveedores y prestadores de bienes y servicios. La deuda del sector tuvo disminuciones por la liquidación total de Cajanal en \$113 millones y, por último, se mantiene en el registro \$53.000 millones correspondientes a la Empresa Social del Estado (ESE) Antonio Nariño, a pesar de ser una deuda de difícil cobro para la Nación (Cuadro 2.29).

Cuadro 2.29

Sector seguridad social							
Cifras en miles de millones de pesos							
Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Caprecom	61,6	-	61,6	120,1	-	120,1	58,5
Caja Nacional de Previsión Social - Liquidación	0,1	-	0,1	-	-	-	(0,1)
E.S.E Antonio Nariño	54,0	-	54,0	54,0	-	54,0	-
Sector Seguridad Social	115,7		115,7	174,1		174,1	58,4

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Sector infraestructura: transporte

En el total de las entidades que forman parte del sector transporte se dieron disminuciones que sumaron \$132.000 millones, siendo la mayor baja la presentada por el Instituto Nacional de Vías (Invías) por \$51.000 millones, seguido de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), antes Instituto Nacional de Concesiones (INCO) por \$43.000 millones. El crédito de la liquidada Empresa Ferrocarriles de Colombia fue asumido por Invías y se espera sea cancelado al comenzar 2013 (Cuadro 2.30). Ninguna de las entidades de este sector tiene créditos en el exterior, lo que las hace menos expuestas a las variaciones en tasa de cambio.

Cuadro 2.30

Sector transporte							
Cifras en miles de millones de pesos							
Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Ferrovías	15,2	-	15,2	4,6	-	4,6	(10,6)
Agencia Nacional de Infraestructura (ANI)	452,1	-	452,1	404,1	-	404,1	(48,0)
Instituto Nacional de Vías (INVIAS)	126,8	-	126,8	75,2	-	75,2	(51,6)
Satena	96,4	-	96,4	90,2	-	90,2	(6,1)
Aeronautica Civil	49,8	-	49,8	34,0	-	34,0	(15,8)
Sector transporte	740,4		740,4	608,2		608,2	(132,2)

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Sector educación

En el nivel de educación se aumentó en \$67.000 millones el financiamiento, centrado principalmente en el endeudamiento del Icetex con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), al cual se le realizó una adición por conversión de moneda (dólares a pesos) al contrato principal de \$59.000 millones (Cuadro 2.31).

En la deuda local y de manera generalizada se dieron disminuciones a excepción de tres de las entidades del sector en las cuales se dio el comportamiento contrario: el Instituto de Investigaciones Costeras y Marinas José Benito Vives de Andrés con un incremento en \$6.000 millones, la Universidad Pedagógica y Tecnológica Nacional en \$2.000 millones y la Universidad Tecnológica del Chocó con \$3.000 millones.

Cuadro 2.31

Sector educación Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Instituto Amazónico de Investigaciones Científicas	0,0	-	0,01	0,0	-	0,005	(0,0)
Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios en el Exterior	-	372,3	372,29	-	431,4	431,41	59,1
Instituto Colombiano de Fomento de la Educación Superior-ICFES	-	0,1	0,07	-	0,0	0,04	(0,0)
Instituto de Investigaciones Ambientales Jhon Von Newman	0,0	-	0,03	-	-	-	(0,0)
Instituto de Investigaciones Costeras y Marinas José Benito Vives	0,0	-	0,04	7,0	-	7,00	7,0
Instituto Tecnológico de Soledad Atlántico	1,1	-	1,09	0,4	-	0,38	(0,7)
Instituto Tecnológico Pascual Bravo	6,3	-	6,33	5,2	-	5,24	(1,1)
Servicio Nacional de Aprendizaje	-	0,9	0,94	-	0,7	0,73	(0,2)
U. de Caldas	4,5	-	4,53	3,4	-	3,36	(1,2)
Universidad de la Amazonia	1,7	-	1,67	0,8	-	0,81	(0,9)
Universidad del Cauca	2,1	-	2,14	1,9	-	1,87	(0,3)
Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia	1,7	-	1,74	4,0	-	3,99	2,2
Universidad Surcolombiana	1,5	-	1,50	1,5	-	1,50	-
Universidad Tecnológica de Pereira	0,6	-	0,63	-	-	-	(0,6)
Universidad Tecnológica del Chocó	-	-	-	4,1	-	4,05	4,1
Sector Educación	19,7	373,3	393	28,2	432,2	460	67,4

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Sector agropecuario y medio ambiente

El sector agropecuario y las corporaciones autónomas regionales disminuyeron en \$8.900 millones su endeudamiento, en un comportamiento asociado a la baja en la deuda de la Federación Nacional de Cafeteros por tasa de cambio. Es importante mencionar que esta entidad dejó de reportar información de deuda a la Contraloría General de la República, aunque se mantiene el seguimiento y control fiscal a los dos créditos adquiridos en 2005 y 2006, cuyo objeto principal fue el financiamiento de exportaciones.

Se destacaron también durante la vigencia los movimientos en la Corporación Autónoma Regional de Cundinamarca (CAR) que bajó su endeudamiento, al pasar de \$36.000 millones a \$30.000 millones; la deuda interna de la CAR de Caldas, que aumentó en \$6.000 millones y la CAR de los Valles del Sinú y San Jorge, que terminó con una deuda de \$49.000 millones en 2012, cuyos recursos fueron destinados a los planes departamentales de agua (Cuadro 2.32).

Cuadro 2.32

Sector agropecuario y Corporaciones autónomas regionales
Cifras miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Corporación Autónoma Regional de Boyacá	7,1	-	7,1	7,7	-	7,7	0,6
Corporación Autónoma Regional de Caldas	2,0	-	2,0	8,5	-	8,5	6,6
Corporación Autónoma Regional de Cundinamarca	-	36,5	36,5	-	30,3	30,3	(6,3)
Corporación Autónoma Regional de Defensa de la Meseta de Bucaramanga	1,7	-	1,7	1,0	-	1,0	(0,7)
Corporación Autónoma Regional de la Frontera Nororiental	9,5	-	9,5	8,1	-	8,1	(1,4)
Corporación Autónoma Regional de las Cuencas de los Ríos Rionegro	4,4	-	4,4	3,7	-	3,7	(0,7)
Corporación Autónoma Regional de los Valles del Sinú y San Jorge	33,5	-	33,5	49,5	-	49,5	16,1
Corporación Autónoma Regional de Santander	4,4	-	4,4	4,4	-	4,4	-
Corporación Autónoma Regional del Cauca	-	-	-	-	-	-	-
Corporación Autónoma Regional del Magdalena	0,2	-	0,2	0,025	-	0,0	(0,2)
Corporación Colombiana de Investigación Agropecuaria	1,7	-	1,7	0,7	-	0,7	(1,0)
Corporación para el Desarrollo Sostenible de la Macarena	12,0	-	12,0	12,5	-	12,5	0,5
Empresa Pública de Alcantarillado de Santander E.S.P.	13,9	-	13,9	13,9	-	13,9	0,0
Instituto Colombiano Agropecuario (ICA)	-	1,1	1,1	-	0,8	0,8	(0,3)
Instituto Colombiano de Desarrollo Rural	-	0,4	0,4	-	0,3	0,3	(0,1)
Federación Nacional de Cafeteros	-	245,8	245,8	-	223,7	223,7	(22,1)
Sector agropecuario y corporaciones autónomas regionales	90,2	283,8	374,0	110,0	255,1	365,1	(8,9)

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Contratación de créditos de las entidades descentralizadas en 2012

Durante la vigencia 2012, las entidades descentralizadas del orden nacional se mostraron dinámicas en la contratación de créditos, con lo cual alcanzaron una cifra cercana a los US \$4.061,2 millones. La mayor contratación estuvo concentrada en la Refinería de Cartagena, con créditos por US \$3.500 millones, destinados a la expansión y modernización de la refinería, tal como se expuso en extenso en el acápite anterior (Cuadro 2.22).

También se destacaron las operaciones de la Empresa Isagén S.A., que contrató con los siguientes bancos: Japan Bank For International Cooperation (JBIC) y el Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ Ltd., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. Sucursal Tokyo como prestamistas del Tramo B; y el Bank of Tokyo - Misutsubishi UFJ Ltd. como agente prestamista, la suma de US \$64.844.250, destinados a continuar con la financiación del proyecto hidroeléctrico Sogamoso.

Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) y Transelca S.A. E.S.P. contrataron un crédito con el Citibank. Sucursal de Lima, (agente de las garantías) e Interconexión Eléctrica ISA Perú S.A., por US \$10.500.000, destinados a la ejecución del contrato Boot, adjudicado el 16 de febrero de 2001 por el gobierno del Perú.

Por su parte, ISA - Transelca - EEB REP contrataron con el Banco Continental un monto de US \$155.000.000 con el fin de garantizar el pago y cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones financieras asumidas por red: Así mismo, contrataron otro crédito con el Banco de Bogotá por US \$60.000.000, financiamiento flujo de caja de 2012.

De igual manera, la Financiera de Desarrollo Territorial S.A. contrató con la Agencia Francesa de Desarrollo un monto de US \$191.340.000, destinado al programa de financiamiento a entidades prestadoras de servicios públicos y otro con el BID por US \$75.000.000 para el programa de financiamiento a entidades prestadoras de servicios públicos.

Por último, la empresa propietaria de la Red Sociedad Anónima, sucursal Costa Rica, contrató con el Banco Centroamericano de Integración Económica un crédito por US\$4.500.000 para financiar parcialmente la ejecución del proyecto sistema de interconexión eléctrica para los países de América Central, consistente en la creación de un mercado eléctrico regional y en el diseño, construcción y operación de una línea de transmisión de 1,830 km de longitud a 230 Kw, que interconectará eléctricamente seis países centroamericanos, desde Panamá hasta Guatemala.

Cuadro 2.33

Contratación de créditos externos

	Prestatario	Prestamista	Monto (millones de dólares)	Objeto
1	Refinería de Cartagena S.A.	HSBC BANK PLC	100.000.000	Financiar la expansión y modernización de la refinería de Cartagena
2	Refinería de Cartagena S.A.R	SUMITOMO MITSUI BANKING CORPORATION	210.000.000	Financiar la expansión y modernización de la refinería de Cartagena
3	Refinería de Cartagena S.A.	THE BANK OF TOKYO MITSUBISHI UFJ LTD	440.000.000	Financiar la expansión y modernización de la refinería de Cartagena
4	Refinería de Cartagena S.A.	EXPORT IMPORT BANK OF THE UNITED STATES	2.650.000.000	Financiar la expansión y modernización de la refinería de Cartagena
5	Refinería de Cartagena S.A.	HSBC BANK USA NATIONAL ASSOCIATION Y BNP PARIBAS como agente de los prestamistas BNP PARIBAS	100.000.000	Financiar la expansión y modernización de la refinería de Cartagena
6	Empresa Propietaria de la Red Sociedad Anónima Sucursal Costa Rica	Banco Centroamericano de Integración Económica	4.500.000	Financiar parcialmente la ejecución del proyecto sistema de interconexión eléctrica para los países de América central. Consistente en la creación de un mercado eléctrico regional y en el diseño, construcción y operación de una línea de transmisión de 1,830 km de longitud a 230 kv que interconectara eléctricamente seis países centroamericanos, desde Panamá hasta Guatemala.
7	ISAGEN S.A. E.S.P.	JAPAN BANK FOR INTERNATIONAL COOPERATION-JBIC y EL BANK OF TOKYO MITSUBISHI UFJ LTD, BANCO BILBAO VISCAYA ARGENTARIA, S.A. SUCURSAL TOKYO como prestamistas TRAMO B Y EL BANK OF TOKYO-MISUTSUBISHI UFJ LTD COMO AGENTE	64.844.250	Continuar con la financiación del proyecto hidroeléctrico Sogamoso. US\$65.844.250 Tramo 1: USD\$39.506.550; Tramo 2: USD\$26.337.700
8	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.-ISA, Transelca S.A. E.S.P.,	CITIBANK N.A. Sucursal de Lima, (Agente de las Garantías) e Interconexión Eléctrica ISA Perú S.A.,	10.500.000	Recursos destinados a la ejecución del contrato boot, adjudicado el 16 de febrero de 2001 por el gobierno del Perú.
9	ISA- Transelca- EEB REP	Banco Continental	155.000.000	Garantizar el pago y cumplimiento de todas y cada una de las obligaciones financieras asumidas por red.
10	interconexión eléctrica S.A. E.S.P.	Banco de Bogotá	60.000.000	Financiamiento flujo de caja de 2012.
12	Financiera de Desarrollo Territorial S.A	Agencia Francesa de Desarrollo	191.340.000	Programa de financiamiento a entidades prestadoras de servicios públicos
13	Financiera de Desarrollo Territorial S.A	Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	75.000.000	Programa de financiamiento a entidades prestadoras de servicios públicos
	Total		4.061.184.250	

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

En el frente interno se contrataron créditos por \$75.306 millones con la banca nacional para cubrir las necesidades de financiamiento de algunos proyectos de inversión pública, e incluso para cubrir flujos de caja como lo realizó la empresa Transelca S.A. E.P.S., (Cuadro 2.34).

Cuadro 2.34

Contratación de créditos internos

	Deudor	Acreedor	Monto	Objeto
1	Universidad Tecnológica del Chocó	Bancolombia S.A.	4.506.202.695	Financiar la liquidación y cubrimiento de obligaciones con el personal que labora en los colegios anexos y cubrir obligaciones de inversión en la etapa fina I del polideportivo
2	Empresa Pública de Alcantarillado de Santander S.A. E.S.P.	Banco de Occidente	3.500.000.000	Financiar el proyecto adquisición predio de la planta de tratamiento de aguas residuales Río Frio Girón
3	Universidad de Caldas	Banco Davivienda	18.000.000.000	Financiar la primera fase del proyecto del centro cultural universitario, orientado a desarrollar un espacio físico que garantice el desarrollo de la oferta cultural de Manizales y potencialice su oferta educativa.
4	Flycom Comunicaciones S.A. E.S.P.(El Locatorio)	Leasing de Crédito S.A. Helm Financial Services CIA de financiamiento comercial (La Leasing)	3.300.000.000	Financiar la compra de equipos de telecomunicaciones, con la garantía de Interconexión Eléctrica SA Esp ISA.
5	Corporación Autónoma de Caldas	Instituto de Financiamiento, Promoción y Desarrollo de Caldas (Inficaldas)	20.000.000.000	Financiamiento del proyecto de gestión integral del riesgo en Manizales
6	Transelca S.A E.S.P	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P	26.000.000.000	Atender las necesidades de flujo de caja de 2012
	Total		75.306.202.695	

Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Comportamiento de la deuda territorial en 2012³⁶

El saldo de la deuda pública de las entidades territoriales, al cierre de 2012, alcanzó los \$27,05 billones (4,07% del PIB), con una disminución de \$713.000 millones frente al registrado en 2011. Los montos correspondientes al nivel territorial de gobierno representan cerca del 10% del total de la deuda del gobierno nacional (\$268,3 billones) (Cuadro 2.35).

La dinámica de las entidades ha sido la reducción de los saldos, especialmente en los gobiernos centrales; mientras que en los entes descentralizados creció apenas en \$127.000 millones en el mismo lapso, los departamentos cayeron en \$451.000 millones y los municipios capitales lo hicieron en \$399.000 millones; mientras que los municipios no capitales aumentaron su stock de deuda en \$10.000 millones.

- 36 Los saldos de la deuda interna territorial son registrados por las contralorías territoriales en cada jurisdicción. La CGR los compila y agrega a los datos del nivel nacional y de la deuda pública externa.

Cuadro 2.35

Saldos de la deuda territorial

Cifras en miles de millones de pesos

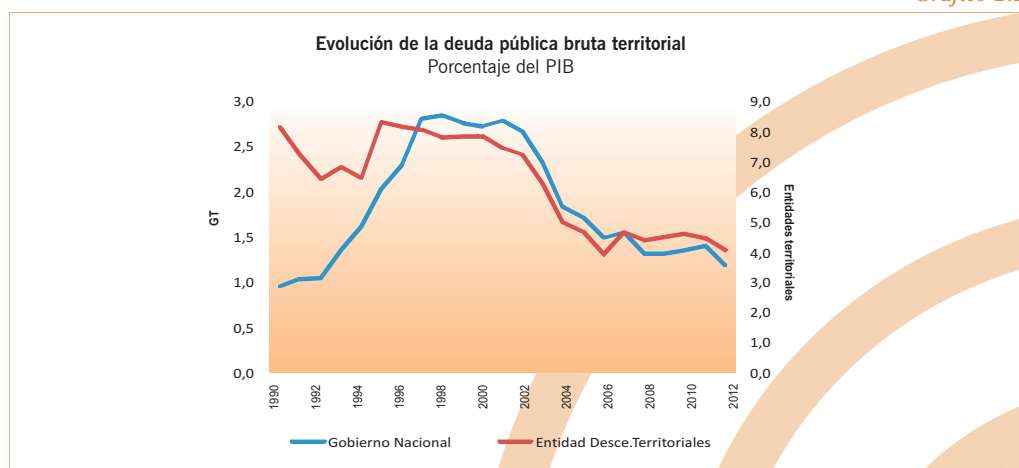
Entidad	Miles de millones de pesos			Variación 2012/11		% PIB		
	2010	2011	2012	Absoluta	%	2010	2011	2012
Gobiernos centrales	7.393	8.721	7.881	-840,14	-9,63	1,36	1,40	1,19
Departamentos	2.385	2.999	2.548	-451,04	-15,04	0,44	0,48	0,38
Capitales	3.545	3.863	3.464	-398,87	-10,33	0,65	0,62	0,52
No capitales	1.464	1.859	1.869	9,77	0,53	0,27	0,30	0,28
Entidades descentralizadas	17.778	19.044	19.171	127,43	0,67	3,26	3,06	2,89
Nivel territorial	25.171	27.765	27.052	-712,71	-8,96	4,62	4,47	4,07

Fuente: CGR, CDEFP.

El peso de la reducción en el crecimiento de la deuda territorial fue mayor para los gobiernos centrales departamentales y capitales (9,63%), mientras que los municipios capitales y las entidades descentralizadas tuvieron un leve crecimiento de 0,53% y 0,67%, respectivamente, de donde resultó evidente que los gobiernos centrales redujeron su endeudamiento, especialmente por el ciclo político³⁷.

La disminución del saldo nominal de la deuda territorial en 2012 estuvo acompañada de una disminución frente al PIB al perder cuarenta puntos básicos (p.b.), al pasar de 4,47% a 4,07% del PIB. Por su parte, la disminución del saldo real en las entidades descentralizadas fue de 17 p.b. del PIB (del 3,06% al 2,89%), y los gobiernos centrales, que perdieron 21 p.b. (1,40% a 1,19%) (Gráfica 2.16).

Gráfico 2.16



Fuente: CGR-CDEFP. Elaboración CGR-DEM

- 37 La mayor parte de la administración territorial en 2012 buscó los acuerdos necesarios para adquirir nueva deuda, siendo restringidos por las corporaciones públicas en el caso de Bogotá, o por incumplimiento en los indicadores de la Ley 617 en el caso de Cundinamarca y Santander.

En términos del PIB, la disminución en el saldo de la deuda territorial fue la constante desde 1996 hasta 2006, a partir del cual se estabilizó en alrededor del 4,44%. Claro está que la mayor parte de ese esfuerzo de ajuste fiscal recayó sobre las entidades descentralizadas, en cuyo caso el saldo disminuyó del 8,0% del PIB en 1990 al 4,0% del PIB en 2012. Cabe mencionar que la deuda bruta territorial tuvo una participación cercana al 9,8%, frente al total adeudado por el país durante la última década; mientras que los gobiernos centrales solo adeudan el 2,5% del total del sector público.

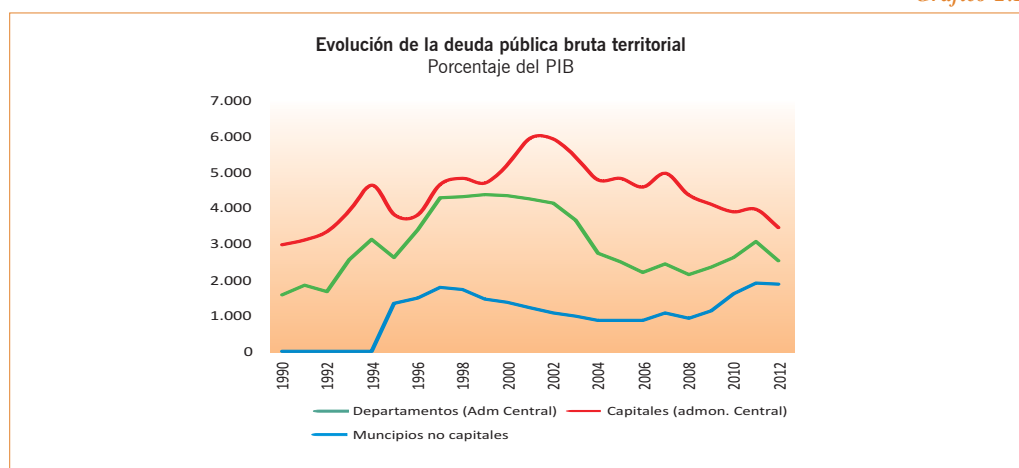
La deuda de los gobiernos centrales territoriales

Con los resultados descritos anteriormente, se puede apreciar que el control sobre el endeudamiento de los gobiernos territoriales y sobre las finanzas públicas se sostuvo en las últimas vigencias, en especial, porque la mayoría de departamentos y municipios generaron superávit fiscales.

Los gobiernos centrales, sobre los cuales recayó la mayor parte del ajuste fiscal, y cuyo saldo de la deuda concentró hasta un máximo del 2,8% del PIB entre 1998 y 2002, tuvieron una fuerte disminución hasta 2006 y lograron mantenerse en un rango entre 1,0%, 1,5% del PIB durante los últimos años (Gráfico 2.16).

Esto mismo se reflejó al separar los niveles de gobierno, con lo cual se verifica la tendencia mencionada, puesto que en pesos constantes de 2012 mostró la caída en los saldos adeudados, salvo por la tendencia que en los últimos años tuvieron los municipios no capitales, que aumentaron (Gráfica 2.17).

Gráfico 2.17



Fuente: CGR-CDEFP.

Por lo tanto, el aporte al ajuste por parte de los gobiernos centrales, se generó después de 2001 al amparo del marco normativo de las reglas fiscales (Leyes 358 de 1997, 617 de 2000 y 819 de 2003), permitiendo que esas entidades enfrentaran la crisis fiscal y de endeudamiento. En este sentido, la CGR ha insistido en que la crisis no fue generalizada sino que se concentró en unas entidades, muchas de las cuales lograron ajustar sus finanzas. Pero así mismo, que las magnitudes distan mucho entre una y otra entidad. Es el caso del peso que tiene el Distrito Capital frente al resto de entidades. La administración central de Bogotá concentra \$1,48 billones entre deuda interna y externa, más que duplicando al departamento de Antioquia, que le sigue en monto con \$666.300 millones (Cuadro 2.36). Obviamente que estas cifras *per se* no dicen mucho, puesto que la Capital es la mayor entidad recaudadora de impuestos y contribuye ampliamente al PIB nacional. Antioquia, por su parte, aunque registra un monto voluminoso, también aporta en impuestos y formación de capital fijo. Por lo tanto, no es allí donde se concentraron los mayores problemas. De hecho, el cuadro 2.36 no registra las entidades que a lo largo de la década estuvieron en los programas de saneamiento fiscal y financiero.

Cuadro 2.36

Saldos de la deuda territorial (muestra) - Entidades con deuda externa e interna
Cifras en miles de millones de pesos

Entidad territorial	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Bogotá D.C	460,00	1.264,52	1.724,52	300,00	1.177,07	1.477,07	(247,45)
Cartagena de Indias	103,20	107,46	210,66	82,89	83,49	166,37	(44,28)
Antioquia	573,58	66,43	640,02	594,81	71,52	666,33	26,32
Cundinamarca	496,77	33,51	530,28	415,73	27,79	443,52	(86,76)
La Guajira	1,81	17,81	19,62	-	14,73	14,73	(4,88)
Cesar	13,62	31,04	44,66	6,73	23,91	30,64	(14,02)
Medellín	200,55	305,27	505,82	235,08	276,34	511,42	5,60
Cali	442,38	9,11	451,49	377,50	7,11	384,61	(66,89)
Pasto	23,28	4,19	27,47	21,95	2,61	24,56	(2,91)
Total	2.315,20	1.839,34	4.154,53	2.034,70	1.684,55	3.719,25	(435,28)

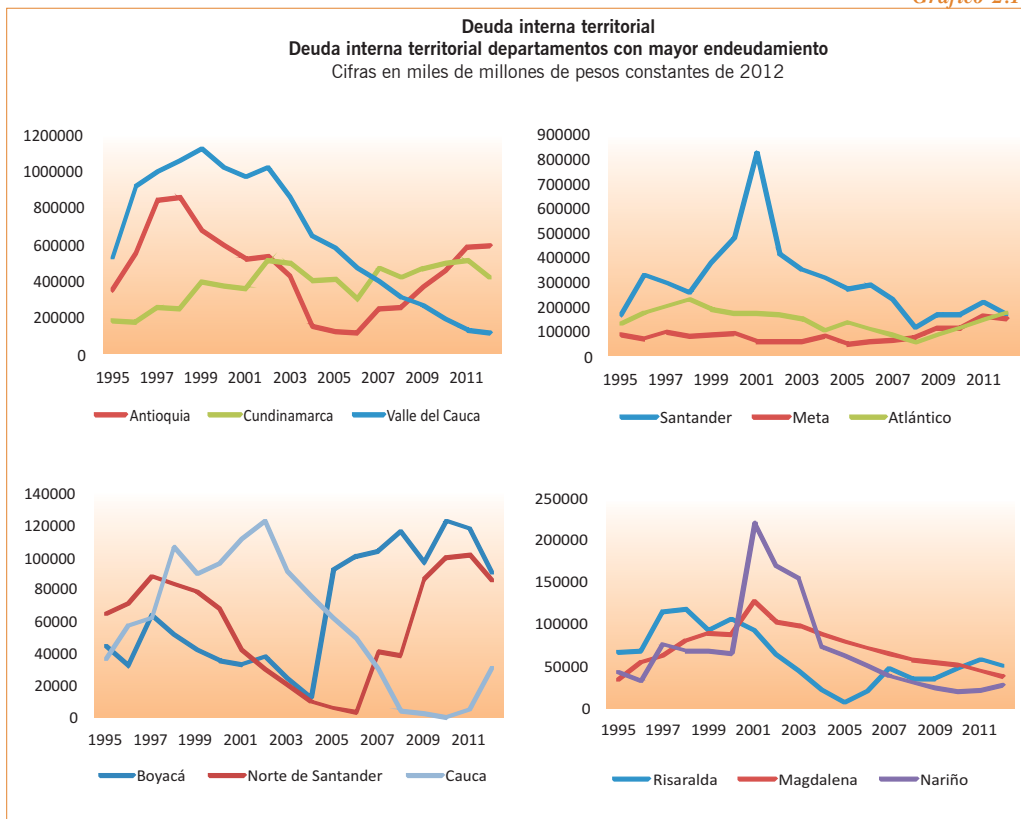
Fuente: CGR, CDEFP DCEF.

Para analizar más en detalle el comportamiento del endeudamiento de las entidades se detallará a continuación la problemática de los departamentos y las capitales, para luego registrar algunos municipios no capitales que tuvieron problemas fiscales y que, en algunos casos, los montos adeudados son superiores a los registrados por departamentos o capitales de categoría cuarta o quinta, según lo es establecido por la Ley 617 de 2000.

Deuda pública: los departamentos

Los departamentos, en conjunto, redujeron los niveles de endeudamiento (Gráfica 2.19). No obstante, cuando se hace un análisis individual, la mayoría debieron realizar ajustes en sus finanzas, principalmente por las implicaciones de los montos adeudados. Es el caso del Departamento del Valle, que entre 1999 y 2011 concentró los mayores montos de deuda pública y después de varios programas de saneamiento fiscal logró ajustar sus niveles de endeudamiento; igual aconteció con los departamentos de Cauca, Santander Atlántico y Nariño, que debieron entrar en Ley 550 de 1999, hacer los acuerdos de reestructuración y ajustar sus finanzas (Gráfica 2.18).

Gráfico 2.18



Fuente: CGR-CDEFP, DCEF.

Para 2011 y 2012, cuando se realiza el análisis en forma individual, Antioquia y Cundinamarca resultan ser los departamentos más endeudados pero especialmente por el crecimiento acelerado en la deuda que tuvieron estas administraciones entre 2006 y 2010, lográndose en los dos últimos años su estabilización en el caso de Antioquia, o su reducción en el caso de Cundinamarca.

El resto de departamentos tuvo un comportamiento generalizado de reducir su deuda, como es el caso del Valle del Cauca; Boyacá, Norte de Santander, Magdalena, entre otros (Cuadro 2.37).

Cuadro 2.37

Deuda interna territorial: Departamentos
Cifras en miles de millones de pesos

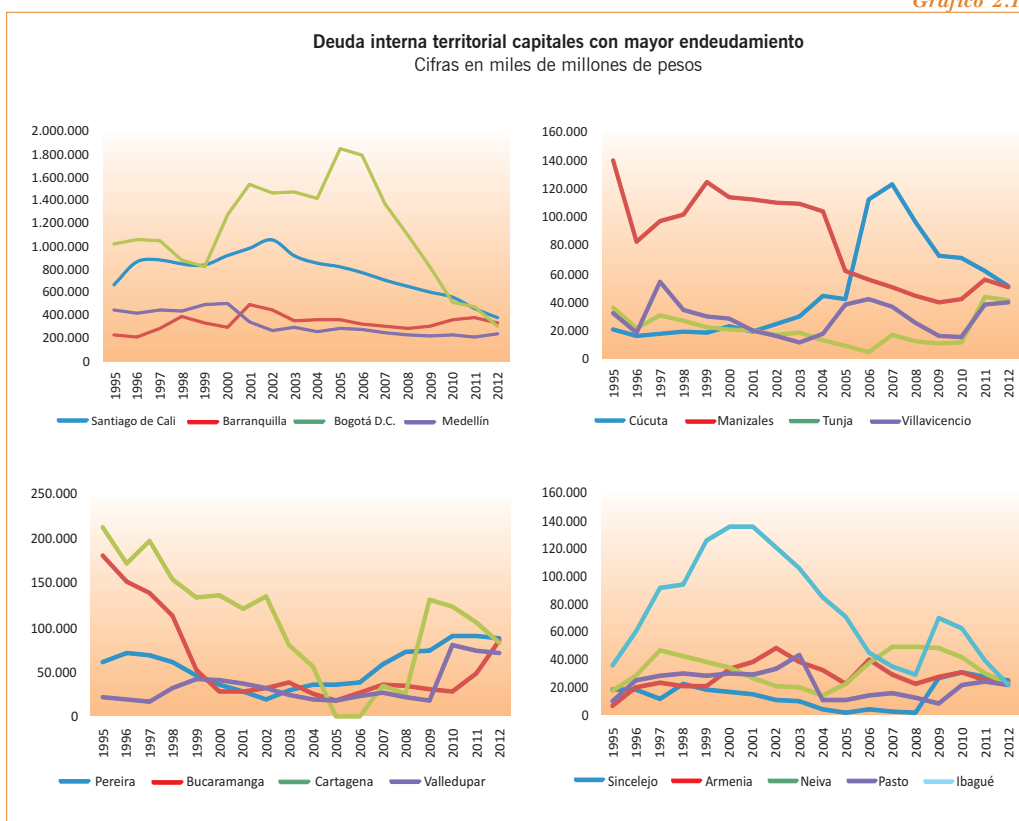
Departamento	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Antioquia	90.000	195.000	215.500	318.333	416.083	573.583	594.815
Cundinamarca	225.208	367.719	351.727	409.740	455.233	496.773	415.729
Atlántico	80.972	69.004	46.326	78.792	106.079	144.548	174.276
Santander	215.847	179.141	97.199	149.189	151.850	210.342	167.772
Meta	45.879	50.449	65.647	99.515	106.158	157.943	153.058
Tolima	15.827	5.119	0	0	37.000	139.428	148.789
Valle del Cauca	351.697	313.840	261.007	232.654	176.248	131.724	120.069
Córdoba	28.176	17.648	34.619	38.049	86.026	103.602	95.917
Boyacá	75.305	81.659	98.150	84.384	111.136	114.262	90.328
Norte de Santander	2.363	32.500	32.757	75.331	90.689	98.384	85.697
Caldas	37.138	33.637	27.001	43.124	54.185	62.076	58.704
Bolívar	29.273	0	0	0	0	29.645	53.349
Risaralda	14.766	36.599	29.963	30.619	42.794	55.875	49.735
Magdalena	52.839	51.102	49.045	48.244	47.275	42.977	38.679
Cauca	36.871	23.196	3.625	1.817	0	4.923	30.372
Nariño	37.458	30.300	25.284	21.996	18.239	21.169	28.081
Huila	35.339	54.051	45.053	48.504	79.766	105.425	20.613
Sucre	16.747	15.179	15.179	17.824	17.824	17.824	17.658
San Andres y Providencia	33.993	41.840	37.325	33.500	31.290	26.770	15.877
Quindío	12.036	17.206	13.285	8.997	7.428	17.727	15.367
Chocó	983	983	983	983	13.893	13.893	13.893
Caquetá	10.788	10.126	7.995	7.083	7.083	10.617	8.464
Cesar	9.898	40.377	48.068	38.599	25.374	13.620	6.731
Vichada	0	0	0	0	0	0	2.532
Vaupés	0	0	0	0	2.737	2.396	1.917
Guaviare	1.955	2.493	2.125	2.790	2.345	1.728	1.282
Amazonas	5.060	1.919	0	0	0	0	0
Casanare	0	58.041	91.825	82.556	135.837	127.026	0
Arauca	87.203	70.059	55.385	40.711	29.840	123.958	0
La Guajira	0	15.000	13.250	9.315	5.565	1.809	0
Guainía	312	312	312	312	0	0	0
Putumayo	5.229	5.113	0	0	0	0	0
Total	1.559.164	1.819.610	1.668.635	1.922.963	2.257.977	2.850.047	2.409.704

Deuda pública por entidades nivel central: las capitales

Los municipios capitales también redujeron los niveles de endeudamiento (Gráfica 2.21). Algunas capitales estuvieron o buscaron entrar en los programas de reestructuración de pasivos como: Barranquilla, Ibagué y Cúcuta, que debieron entrar en Ley 550 de 1999, hacer los acuerdos de reestructuración y ajustar sus finanzas.

De igual forma que en los departamentos en el análisis individual, el ajuste fue generalizado, salvo por los casos de Bucaramanga, Tunja, Villavicencio, Valledupar, Sincelejo y Pasto, algunos de los cuales duplicaron su endeudamiento entre 2011 y 2012 (Gráfica 2.19).

Gráfico 2.19



Fuente: CGR-CDEFP, DCEF.

Aunque Bogotá registra el mayor monto de endeudamiento entre las entidades territoriales (interna más externa), los indicadores de endeudamiento del Distrito Capital siempre han mostrado sostenibilidad y solvencia, y además está regulado en materia fiscal; la disyuntiva que tiene la región radica en cómo financiar los proyectos

que debe emprender para equipararse con ciudades del mismo tipo en el mundo y solucionar los problemas de movilidad, vivienda, salud, desplazamiento, servicios públicos, entre muchos otros. La solución de la administración de la ciudad está en que el Concejo distrital le apruebe un cupo de endeudamiento por más de \$3,5 billones para cubrir buena parte de dichos proyectos. Según las estimaciones de la Secretaría de Hacienda Distrital, con ese monto no se superarían los indicadores de capacidad de pago de la Ley 358 de 1997.

Cuadro 2.38

Deuda interna territorial: Capitales
Cifras en miles de millones de pesos

Departamento	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Santiago de Cali	574.666	552.704	549.527	523.629	504.232	442.384	377.502
Barranquilla	240.972	240.698	240.698	266.155	324.905	370.048	331.545
Bogotá D.C.	1.342.973	1.075.087	924.964	721.406	460.000	460.000	300.000
Medellín	201.535	190.536	192.336	193.836	208.146	200.545	235.083
Pereira	28.626	46.034	61.700	65.096	82.716	88.365	88.476
Bucaramanga	20.048	27.967	29.072	26.808	26.009	47.507	85.496
Cartagena	0	27.125	22.094	115.219	112.292	103.201	82.889
Valledupar	17.026	20.786	17.984	16.203	72.685	72.035	71.014
Cúcuta	84.123	97.002	81.183	63.771	64.448	60.513	51.279
Manizales	41.985	39.811	37.363	34.600	38.475	54.433	50.411
Tunja	3.836	13.468	10.759	9.527	10.652	42.173	41.042
Villavicencio	31.528	29.223	21.396	14.052	14.154	37.120	39.708
Sincelejo	3.338	1.799	1.620	23.341	28.029	26.945	25.052
Armenia	30.040	23.033	18.778	23.926	27.942	24.463	24.112
Neiva	28.016	38.967	41.449	42.445	37.674	29.096	22.903
Pasto	10.568	12.222	10.403	7.378	20.096	23.281	21.952
Ibagué	33.496	27.437	25.000	61.417	56.620	37.858	21.333
Florencia	1.184	4.229	4.347	3.834	16.038	19.795	17.066
Montería	14.202	10.851	3.928	710	3.000	6.064	16.728
Mitú	0	0	0	0	4.687	4.687	5.160
San José del Guaviare	1.895	1.455	1.037	616	2.543	5.016	4.907
Quibdó	2.584	2.493	2.493	2.493	2.493	2.493	2.493
Santa Marta	13.772	12.481	9.770	7.771	6.007	6.007	827
Yopal	9.759	17.656	15.782	15.141	11.561	8.485	603
Puerto Carreño	34	34	34	0	34	34	34
Riohacha	10.158	14.570	11.099	7.308	0	0	0
Puerto Inirida	0	0	0	0	0	0	0
Popayán	11.203	6.689	1.550	1.239	850	0	0
Mocoa	206	53	27	0	0	0	0
Leticia	800	32	0	0	0	0	0
Arauca	0	0	0	0	0	0	0
Total	2.758.573	2.534.441	2.336.394	2.247.922	2.136.288	2.172.546	1.917.613

Fuente: CGR-CDEFP, DCEF.

Las otras capitales que concentraron montos elevados de crédito internos fueron: Cali, Barranquilla y Medellín. Las demás capitales mostraron montos moderados y seis entidades no registraron endeudamiento alguno (Cuadro 2.38).

Deuda pública por entidades nivel central: municipio no capitales

Los municipios no capitales, por su parte, aumentaron levemente sus montos de endeudamiento en \$2.150 millones. De una muestra de 29 entidades, estas concentraron el 46% (\$845,65 millones) del endeudamiento (Cuadro 2.39).

Aún cuando dentro de este nivel de entidades se encontraron las que mayoritariamente tuvieron que entrar en la Ley 550 de 1999, no son propiamente las que registraron mayores montos de deuda (Cuadro 2.39). Las entidades que registraron los mayores montos en 2012, fueron: Envigado (\$101.537 millones), Itagüí (\$67.967 millones), Palmira (\$63.397 millones), Bello (\$62.812,3 millones) y Sabaneta (\$51.920 millones).

Deuda pública de las entidades descentralizadas territoriales

La deuda externa de las entidades territoriales para 2012 disminuyó con relación al año anterior en \$411.000 millones, valor influenciado por la baja en el endeudamiento de todas las entidades por amortización o por cuenta de la variación en la tasa de cambio, que en lo corrido del año presentó una revaluación de \$174,4 por dólar.

Dentro de los movimientos de las entidades se destacó la operación de manejo de deuda de la Transportadora de Gas Internacional S.A., que en 2012 sustituyó el crédito con el *Hollandsche Bank Unie N.V hoy Royal Bank of Scotland RBS*, por valor de US \$750 millones, por una emisión de bonos espejo del crédito.

Por otro lado, las disminuciones más importantes se presentaron en entidades como EPM Telecomunicaciones, que bajó en \$114.000 millones su deuda, seguida del Metro de Medellín con un menor valor de \$109.000 millones y TGI con US \$96.000 millones.

Cuadro 2.39

Deuda interna territorial: municipios no capitales
Cifras en miles de millones de pesos

Municipios	2011	2012	Crecimiento	
Total municipios	1.858.504,6	1.860.654,3	2.149,6	0,1
Envigado	92.607,00	101.536,50	8.929,50	9,64
Itagüí	30.466,7	67.916,7	37.450,0	122,9
Palmira	39.598,9	63.396,7	23.797,8	60,1
Bello	51.057,2	62.812,3	11.755,10	23,02
Sabaneta	51.754,8	51.919,7	164,9	0,32
Buenaventura	45.267,0	43.755,3	1.511,6	(3,34)
Floridablanca	45.547,7	40.395,2	5.152,5	(11,31)
Soacha	37.477,2	33.913,9	3.563,3	(9,51)
Chía	7.915,3	33.094,6	25.178,3	318,11
Cartago	31.793,6	31.362,1	431,5	(1,36)
Girón	28.513,1	27.498,3	1.014,7	(3,65)
Puerto Gaitán	13.584,8	24.826,9	11.242,1	82,76
Sabana de Torres	20.702,8	20.276,6	426,1	(2,06)
Mosquera	18.386,8	19.554,7	1.167,9	6,35
Cota	9.998,8	19.200,8	9.202,0	92,03
Apartadó	20.433,4	17.867,7	2.565,7	(12,56)
Giradot	19.760,9	17.799,1	1.961,8	(9,93)
Tocancipá	13.031,8	17.336,8	4.305,0	33,03
Piedecuesta	12.519,5	16.513,7	3.994,2	31,90
Zipaquirá	16.858,9	16.477,3	381,6	(2,26)
Duitama	14.374,4	16.417,0	2.042,6	14,21
Montelíbano	8.371,6	14.452,0	6.080,5	72,63
Barrancas	17.672,3	14.135,7	3.536,6	(20,01)
Yumbo	18.403,5	13.103,9	5.299,6	(28,80)
Ipiales	14.309,7	12.695,5	1.614,2	(11,28)
Turbo	14.386,3	12.234,9	2.151,4	(14,95)
Buga	15.950,7	12.167,7	3.783,0	(23,72)
Facatativá	13.203,2	12.165,5	1.037,7	(7,86)
Jamundí	13.368,1	11.828,6	1.539,6	(11,52)
Total muestra	737.315,8	846.655,6	109.339,8	14,83
Participación	40%	46%		

Cuadro 2.40

Saldos de la deuda territorial (muestra)- Entidades con deuda externa e interna
Cifras en miles de millones de pesos

Empresas	2011			2012			Variación
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	2012-2011
Emp. de Acueducto y Alcantarillado de Pereira	24,86	37,88	62,74	20,49	32,02	52,50	(10,24)
Emp. de Telecomunicaciones de Pereira	12,34	0,03	12,37	4,92	0,03	4,94	(7,43)
Emp. Aguas del Magdalena	63,73	111,06	174,79	83,05	83,05	166,10	(8,68)
Emp. de Obras Sanitarias de Pasto	4,01	-	4,01	11,62	8,00	19,62	15,61
Emp. de Telecomunicaciones de Bogotá D.C	299,51	0,01	299,53	276,15	0,00	276,15	(23,38)
Emp. de Teléfonos de Barranquilla	-	10,82	10,82	-	9,89	9,89	(0,93)
Emp. Municipales de Cali	1.188,45	56,64	1.245,08	1.168,76	32,13	1.200,89	(44,19)
Empresas Públicas de Medellín	1.889,41	767,97	2.657,38	1.852,71	730,65	2.583,36	(74,02)
EPM Telecomunicaciones	161,24	227,91	389,16	-	113,73	113,73	(275,42)
Transportadora de Gas Internacional TGI	718,80	1.731,56	2.450,36	654,25	1.635,60	2.289,85	(160,51)
Instituto para el Desarrollo de Antioquia	-	22,63	22,63	-	19,46	19,46	(3,18)
Metro de Medellín	4.964,88	300,02	5.264,90	5.110,60	190,53	5.301,13	36,23
Total	9.327,23	3.266,55	12.593,78	9.182,55	2.855,09	12.037,64	(556,14)

Parte III

Vulnerabilidad y sostenibilidad de la deuda colombiana

The background of the lower half of the page is a solid orange color. In the bottom right corner, there are several concentric, semi-transparent orange circles of varying sizes, creating a subtle graphic element.

Las reservas internacionales de Colombia durante 2012

En los últimos años dos fenómenos caracterizaron el manejo de las Reservas Internacionales de Colombia por parte del Banco de la República: la activa intervención del mercado de divisas para contener la apreciación del peso y la reducción del riesgo en el portafolio de inversiones luego de las pérdidas ocurridas por los eventos crediticios de 2008.

Esto implicó que las decisiones recientes del Banco de la República estén enmarcadas en la relación costo / beneficio, comparando, en primera instancia, los efectos que la compra de divisas tiene sobre la tasa de cambio, el costo de administrar las reservas internacionales y su impacto sobre la gestión financiera del Banco de la República; y en segundo término, el sacrificio de rentabilidad y sus consecuencias en el resultado financiero por buscar mayor seguridad de las inversiones.

Importancia conceptual

El objetivo de política cambiaria del Banco de la República respecto a las reservas internacionales (RI), dentro del mandato legal, se limita a *mantener un nivel adecuado de activos denominados en monedas extranjeras de libre convertibilidad*. Sin embargo, desde el punto de vista financiero su manejo es de fundamental importancia para los resultados del banco por ser el principal rubro de ingresos y, desde el punto de vista fiscal, por las utilidades que puede transferir anualmente al GNC o por el costo presupuestal que pueda resultar de una reducción en sus rendimientos. La inversión de una parte de los activos catalogados como R.I. en portafolios en el exterior genera rendimientos por tres conceptos: ingresos por tasas de interés, valorización de inversiones y diferencial cambiario. Durante los últimos 10 años, los ingresos provenientes por rendimientos de las reservas internacionales han representado, en promedio, el 47% de los ingresos totales del Banco de la República, que equivalen a \$1.324 miles de millones anuales a precios de 2012, en promedio. El proceso continuo de acumulación de las R.I. se reflejó dentro del balance general del banco al alcanzar el 87,2% del activo total a fines de 2012 y representar aproximadamente el 10 % del PIB.

Desde el punto de vista fiscal, la importancia del resultado financiero del Banco de la República radica en que parte de las utilidades se transfieren al GNC como uno de los cuatro mecanismos de financiamiento del déficit fiscal, además del crédito

interno, el crédito externo y las privatizaciones. En promedio, desde 1996 y hasta 2009 (antes de que se comenzara a generar pérdidas), la transferencia de utilidades al gobierno por parte del Banco de la República representaron cerca del 6,5% del financiamiento del GNC. Desde 2010 el banco no realiza giros de utilidades al gobierno nacional central.

Las reservas internacionales en 2012

Las reservas internacionales brutas del país ascendieron a US\$ 37.474,1 millones al finalizar 2012 y corresponden a unas reservas internacionales netas por US\$ 37.466,6 millones³⁸, con un incremento anual que equivale a US\$ 5.171,2 millones (16%).

Valoradas a precios de mercado, las RI brutas alcanzaron los \$66.263 miles de millones, con lo que superaron en \$3.508 miles de millones (5,6%) el dato observado el 31 de diciembre de 2011. El mayor valor en pesos se descompuso en dos efectos: de una parte, por acumulación de divisas \$9.106,9 miles de millones; y al menor valor en pesos del saldo de RI por \$ 5.598,9 miles de millones, por efecto de la revaluación del peso frente al dólar³⁹. En la gráfica 3.1 se observa el comportamiento de las compras netas⁴⁰ anuales de divisas por parte del banco desde 2000.

Gráfico 3.1



Fuente: Banco de la República

- 38 La diferencia entre las dos cifras corresponde a los pasivos externos de corto plazo por US\$ 7,5 millones que son obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes.
- 39 Esto se refleja también en una disminución del superávit patrimonial por ajuste de cambio.
- 40 Diferencia entre las opciones PUT(subasta de compra directa) y CALL.

En 2012 el Banco de la República desarrolló la estrategia de subasta de compra directa a través de opciones PUT con el objeto de intervenir el precio del dólar. Desde el 6 de febrero de 2012 el banco reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas de por lo menos US \$20 millones diarios, que se había interrumpido desde el 30 de septiembre de 2011. En la reunión de la JDBR de febrero de 2012 se decidió extender el programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de US \$20 millones al menos hasta el 4 de agosto del mismo año, y, en la de abril de 2012, decidió extender el programa hasta al menos el 2 de noviembre del mismo año. Posteriormente, el 28 de septiembre de 2012, la JDBR decidió que entre el 1 de octubre y el 29 de marzo de 2013 compraría al menos US \$3.000 millones con el mismo mecanismo.

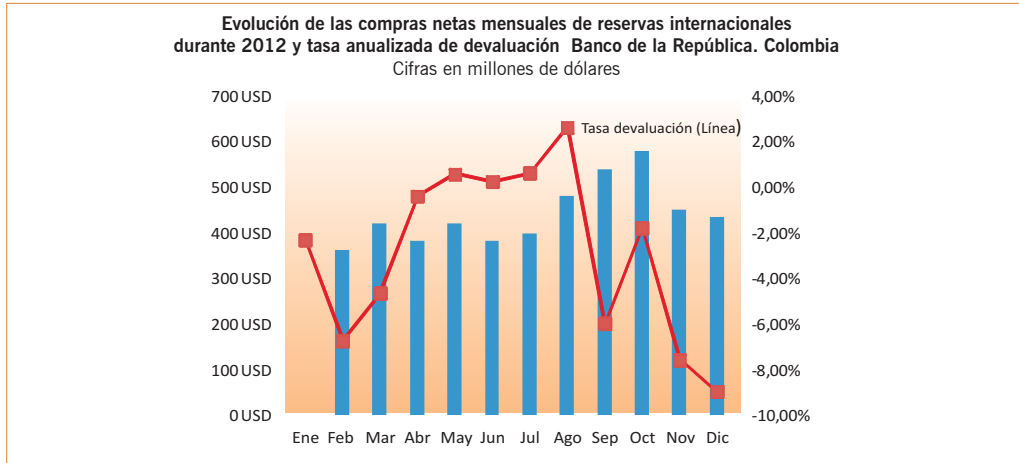
A comienzos de 2013, la JDBR extendió el programa de subastas diarias para la compra de divisas, acumulando al menos US\$ 3.000 millones entre febrero y mayo de este año, con compras diarias no inferiores a US\$ 30 millones. Esto significó un incremento en las compras promedio mensuales de US\$ 500 millones en el programa anterior, a una cifra no inferior a US\$ 750 millones bajo este programa.

El resultado al final de 2012 arrojó un saldo de compras directas por US\$ 4.844 millones, que correspondieron al 12,9% del saldo de reservas internacionales brutas. La gráfica 3.2 muestra la evolución mensual de las compras netas de divisas y la tasa de devaluación, tomando como referencia la tasa de cambio al final de cada mes. Durante el segundo semestre de 2012, a pesar de haberse intensificado las compras por parte del banco, se registraron tasas de devaluación negativas (apreciación del peso) cada mes más acentuadas, lo que sugirió entradas masivas de divisas que pusieron en duda la efectividad de este mecanismo de intervención en el mercado cambiario.

El saldo de las RI brutas a finales 2012 se descompuso así: el 93,0% correspondió al portafolio de inversión (US \$34.857,8 millones), el 4,1% a Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI (US\$ 1.523,8 millones), 1,5% en oro (US\$ 553,85 millones) y el resto en aportes a convenios y organismos internacionales como FLAR y ALADI.

El mayor componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional. A fines de 2012, este correspondió al 93,05%, del total de las reservas internacionales brutas (US \$34.857,78 millones), que fue ligeramente superior al 92,35% reportado en 2011.

Gráfico 3.2



Fuente: Banco de la República

Gráfico 3.3



Fuente: Banco de la República

La gráfica 3.3 muestra la evolución del monto de las reservas internacionales y los rendimientos obtenidos por el portafolio de inversiones de las mismas. Como se mencionó anteriormente, desde fines de la década pasada se viene presentando un proceso continuo de acumulación de RI, presionado, entre otros factores, por la tendencia revaluacionista que ha afectado la tasa de cambio, lo que ha obligado al Banco de la República a realizar compras en el mercado de divisas. El otro hecho significativo ha sido la fuerte caída en los rendimientos durante los últimos años frente a los niveles de 2008 hacia atrás. Este comportamiento de los rendimientos obedeció a la caída de las tasas de interés externas que afectaron los portafolios donde se encuentran invertidas.

Marco conceptual

Para entender a fondo los fenómenos descritos, a continuación se describe el esquema bajo el cual operan los mecanismos de inversión de las R.I. en Colombia actualmente.

Por mandato constitucional y de acuerdo con la Ley 31 de 1992, la administración de las reservas internacionales⁴¹ es responsabilidad del Banco de la República, y éstas deben ser manejadas con estrictos criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, en su orden. En el contexto de la actual crisis financiera y económica originada en E.U. y que se propagó a escala mundial, el portafolio de las R.I. no ha sido ajeno a la turbulencia de los mercados internacionales de capitales.

El Banco de la República puede mantener R.I. en activos como inversiones en oro, activos emitidos por organismos internacionales como el FMI o el FLAR, aportes a convenios internacionales (como la ALADI) y en activos denominados en moneda extranjera como efectivo, depósitos o títulos emitidos en el sistema financiero internacional. Esto último es lo que se denomina “portafolio de inversión” y constituye el elemento más representativo del activo del Banco de la República. Al finalizar 2012, el portafolio de inversiones de las RI representaba el 81,1% del total del activo del banco, en contraste con el 78,5% del año inmediatamente anterior.

El portafolio de inversión se divide en dos rubros: el capital de trabajo y el tramo de inversión. El tramo de inversión está dividido, a su vez, en un tramo indexado y un tramo no indexado. El capital de trabajo se refiere a aquellas inversiones de corto plazo cuyo propósito es cubrir las necesidades de liquidez inmediata de las reservas, los activos en los cuales están invertidos estos recursos están denominados en dólares y son fácilmente convertibles en efectivo. A este rubro ingresan las divisas que el banco obtiene cuando interviene el mercado cambiario⁴².

- 41 Las Reservas Internacionales se definen como aquellos activos externos que posee un país para atender las exigibilidades frente al resto del mundo. En su mayoría corresponden a recursos financieros representados en monedas externas (divisas) que se encuentran invertidas en el sistema financiero internacional. Es decir, es un conjunto de fondos, representados en dinero o similares (hace unos años sólo estaban constituidas por oro), que los países guardan como previsión de eventuales necesidades o por razones legales, generalmente para hacer frente a compromisos externos, y que están bajo control del banco central de cada país. Estos activos son de alta liquidez, disponibilidad inmediata y pueden ser utilizados para financiar pagos al exterior, como por ejemplo realizar pagos de importaciones o de deuda externa, o para intervenir en el mercado de divisas y defender la tasa de cambio cuando ello sea necesario.
- 22 42 Por reglamentación interna el BR se determinó un rango para el monto del capital de trabajo el cual se encuentra entre US\$390 millones y US\$2.000 millones. El límite inferior permite contar con liquidez diaria suficiente en caso de que sea necesario vender reservas, y el límite superior busca que los excesos de liquidez se trasladen al tramo de inversión, el cual tiene una rentabilidad esperada más alta.

En el tramo de inversión, estas se realizan con plazos mayores y una gran variedad de instrumentos y los títulos están en poder de los “custodios”⁴³ que son las entidades financieras donde se encuentran depositadas estas inversiones. El tramo de inversión se constituye con base en un índice de referencia (un portafolio teórico)⁴⁴. A fines de 2012 la composición cambiaria del índice de referencia es 87% dólares de los Estados Unidos, 5% dólares canadienses, 4% dólares australianos, 2% libras, 1% coronas suecas y 1% dólares neozelandeses⁴⁵.

El tramo de inversión está dividido en tramo indexado y no indexado. El tramo indexado, conocido también como “pasivo” sólo contiene inversiones en bonos emitidos por los gobiernos de los Estados Unidos, Canadá, el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda y Suecia, replicando la composición del índice de referencia. El tramo no indexado, conocido también como “activo”, incluye inversiones con mayor rentabilidad que las incluidas en el índice de referencia. Dentro de este último se encuentra una parte del portafolio en el programa de administración externa. Es decir, los administradores del tramo no indexado están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia.

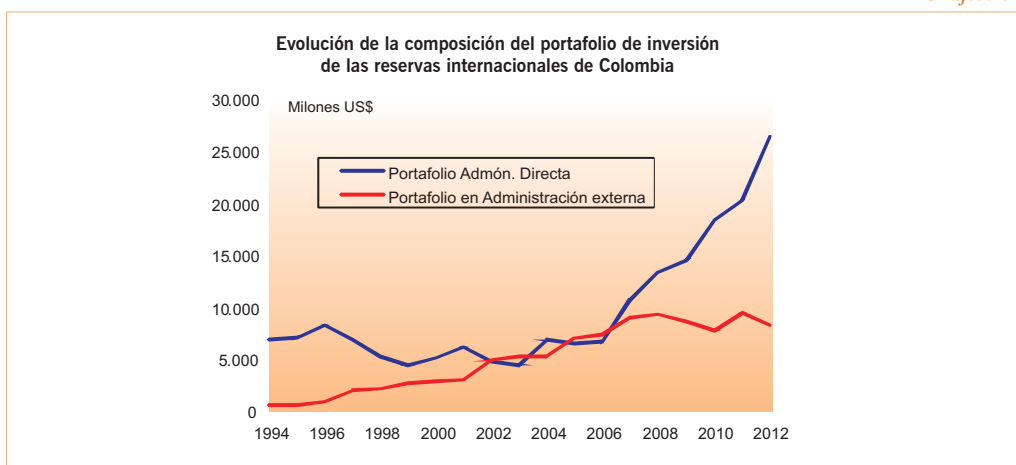
Una parte del tramo de inversión es administrada directamente por el Banco de la República y el resto pertenece al programa de administración externa. En la parte administrada directamente por el banco están el capital de trabajo, el tramo indexado y una parte del tramo no indexado. El resto del tramo no indexado hace parte del Programa de Administración Externa, en el cual los administradores están autorizados para invertir en activos diferentes y en proporciones distintas al índice de referencia, de acuerdo con las políticas y los límites que establece el Comité de Reservas del Banco de la República.

Los US\$ 34.857,8 m del portafolio de inversión (el 93% de las RI) a finales de 2012 se dividen en capital de trabajo por US\$ 1.196,16 millones y US\$ 33.661,62 en el tramo de inversión. Este, a su vez, se divide en el tramo indexado y no indexado. A fines de 2011 el valor del tramo indexado alcanzó los US \$17.825,1 millones (que corresponden al 59,75% del portafolio de inversión), mientras que el tramo no indexado ascendió a US \$11.206,9 millones (equivalente al 37,57% del portafolio de inversión).

- 43 Los principales custodios de los títulos de las reservas internacionales de Colombia son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear y J.P. Morgan Chase.
- 44 Teóricamente, un índice de referencia hace referencia a una canasta de activos con ponderaciones pre-determinadas que intenta replicar el comportamiento de un mercado de activos financieros y sirve como indicador del desempeño de otros portafolios de inversión en ese mismo mercado. Algunos ejemplos de índices de referencia son el IGBC en Colombia, el S&P500 y el Dow Jones.
- 45 Los principales custodios de los títulos de las reservas internacionales de Colombia son la Reserva Federal de Nueva York, Euroclear y J.P. Morgan Chase.

Del total del portafolio, el banco administra directamente el 75.7% y el resto corresponde al programa de administración externa. La grafica 4 muestra esta composición desde 1994. En los últimos años se ha profundizado la estrategia de administración directa por parte del banco, en consonancia con las políticas más conservadoras puestas en práctica luego de los contratiempos surgidos en 2008 con un título de Lehman Brothers Holding Inc., por US \$2,7 m, adquirido por BlackRock Financial Management Inc. en desarrollo del contrato de administración externa, y con un título de Sigma Finance Inc., garantizado de manera incondicional e irrevocable por Sigma Finance Corporation por US\$20 millones, adquirido en el programa de préstamo de títulos administrado por Bank of New York Mellon Asset Services, B.V.

Gráfico 3.4

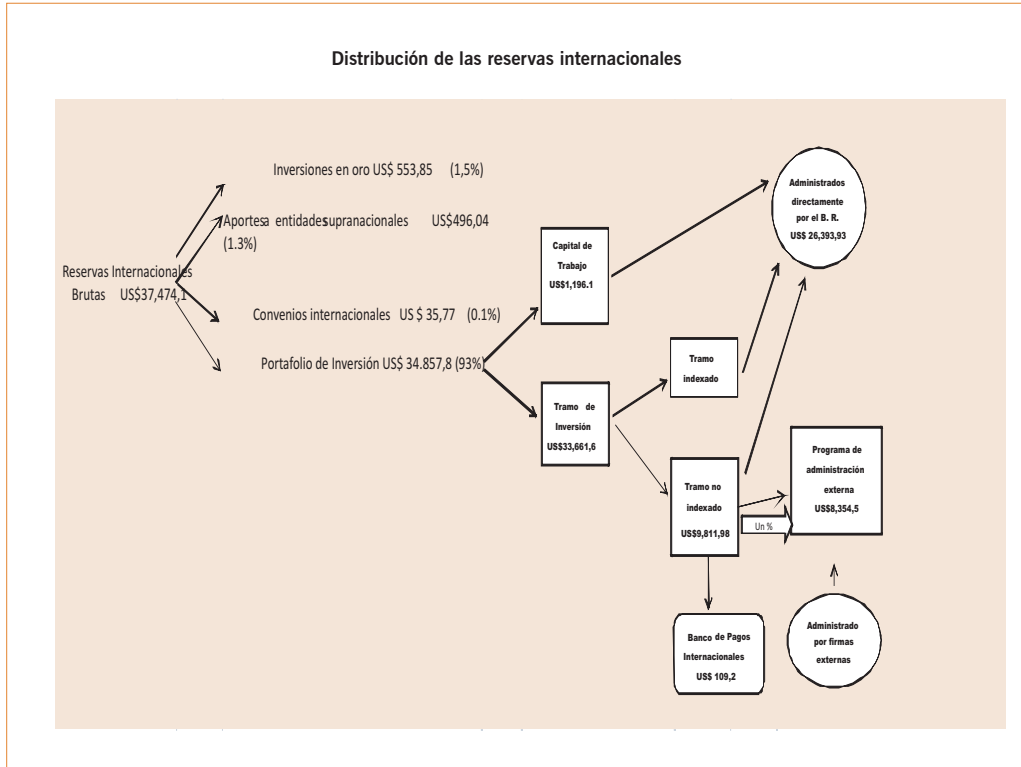


Fuente: Banco de la República. Cálculos CGR.

El diagrama 3.1 muestra la composición de las reservas internacionales de Colombia a finales de 2012, desagregado por rubros de administración y la división del portafolio de inversión.

Adicionalmente, desde 2011, el Banco de la República adoptó una serie de medidas sobre las RI para enfrentar la crisis económica mundial y evitar problemas con sus inversiones en el futuro. De un lado, a partir de 2011 se decidió para las inversiones del portafolio aumentar la calificación mínima para los bonos de gobiernos y cuasi-gobiernos de A á AA- y reducir al mínimo nivel las inversiones en deuda bancaria y corporativa.

Diagrama 3.1

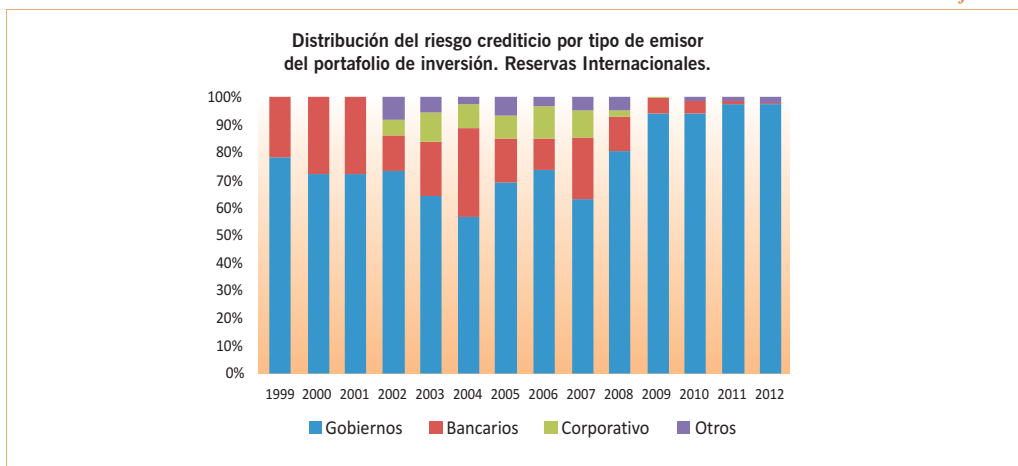


Por otra parte, desde 2012 se modificó la composición del índice de referencia del tramo de inversión lo que significó un cambio en la composición cambiaria del portafolio de inversión con un énfasis en dólares estadounidenses, dólares canadienses, libras esterlinas, coronas suecas, dólares australianos y dólares neozelandeses, reduciendo la tenencia de euros y yenes. La gráfica 3.5 muestra la evolución de la distribución del riesgo crediticio por tipo de emisor, donde se observa que en los años recientes el portafolio de inversión es cada vez más conservador, sacrificando rentabilidad a cambio de asegurar la calidad de los emisores.

La gráfica 3.6 presenta la evolución cambiaria del portafolio de inversiones de las RI donde se observa la pérdida de participación reciente de las inversiones en euros a favor de inversiones en dólares diferentes a los estadounidenses⁴⁶.

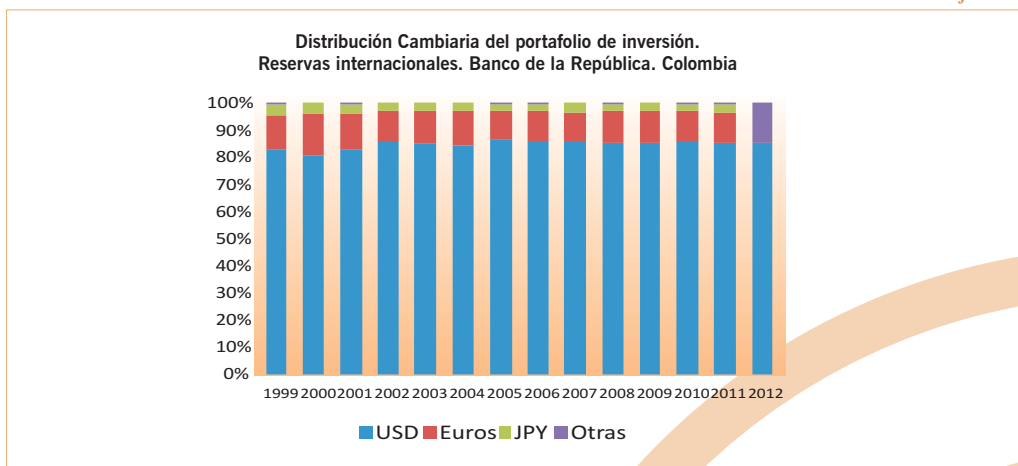
• • 46 En Colombia, el Banco de la República utiliza el criterio de balanza de pagos como referente para realizar la composición cambiaria de las R.I. Esto significa que de acuerdo a la composición que tengan los egresos de la balanza de pagos se determina el volumen de cada moneda dentro de la composición de las R.I.

Gráfico 3.5



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.6



Fuente: Banco de la República.

Rendimientos de las reservas internacionales

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas internacionales es la principal fuente de ingresos del Banco de la República. Este rendimiento proviene de tres fuentes: Las tasas de interés (intereses causados), el precio de los activos (valoración de las inversiones) y el diferencial cambiario (tasa de cambio entre dólar, euro, yen y otras monedas).

En primer lugar, un incremento en las tasas de interés externas normalmente se traduce en un aumento de los intereses ganados por las inversiones de las reservas en el exterior. Las R.I. se invierten en títulos denominados de “renta fija” que generan un rendimiento durante un período de tiempo determinado.

En segundo término, la valorización de las inversiones en bonos, es decir, el cambio en los precios de los activos en los cuales se invierten las R.I., es ocasionada por una reducción de las tasas de interés, mientras que una desvalorización de las inversiones ocurre cuando aumentan las tasas de interés.

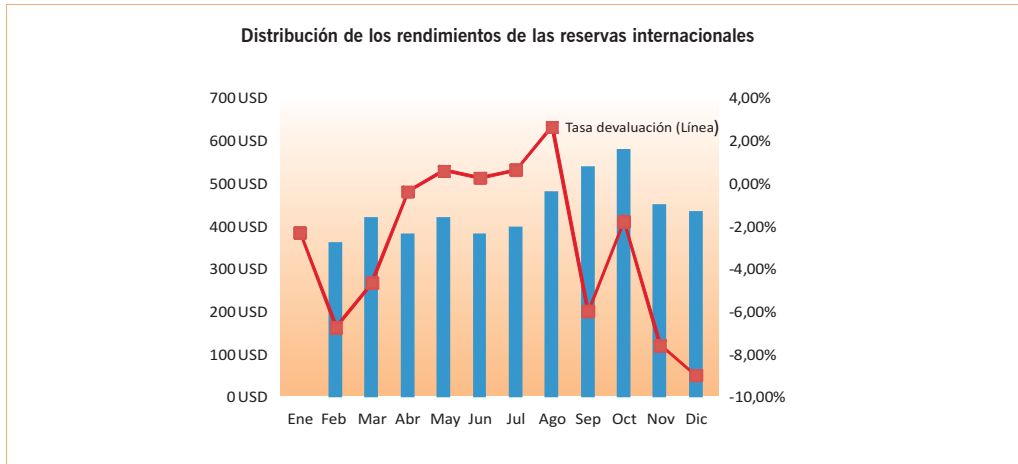
El diferencial cambiario se refiere a los cambios en las cotizaciones entre el dólar, el euro y el yen, que son las principales monedas en las cuales se valoran las R.I. Estas se valoran en dólares en el caso colombiano, pero pueden estar invertidas en otras monedas, lo que significa que la tasa de cambio entre el dólar y el euro o el yen influirá en la valoración de la inversión: en el caso en que el euro se revalúe frente al dólar (o sea que el dólar se devalúe frente al euro) las R.I. valoradas en dólares se incrementan.

Los rendimientos netos de las R.I. durante 2012 ascendieron a US \$251,9 millones, los cuales se descomponen en ingresos por valorización de inversiones y causación de intereses por US \$192,6 millones y ganancias por diferencial cambiario por US \$59,3 millones, este último originado en la valorización de otras monedas frente al dólar.

En la gráfica 3.7 se observa la evolución de la distribución de los rendimientos originados en las reservas internacionales. Allí es evidente que en los años recientes los rendimientos provienen en su mayoría de movimientos en las tasas de interés de las inversiones y la valorización de inversiones ;y en menor medida, de variaciones en las tasas de cambio, salvo 2012, cuando el efecto positivo de la devaluación del dólar frente a otras monedas como el euro contribuyó para obtener rendimientos más elevados

En el cuadro 3.1 se observa que los mayores ingresos por intereses y rendimientos de las reservas internacionales durante 2012 se originaron gracias al diferencial cambiario, distinto al 2011 cuando predominó el efecto de los rendimientos netos.

Gráfico 3.7



Fuente: Banco de la República. Cálculos CGR.

Cuadro 3.1

Ingresos por intereses y rendimientos de las reservas internacionales

	2011	2012
Rendimientos Netos	399.630,6	353.109,3
Diferencial cambiario	(149.627,8)	115.401,3
Total ingresos por intereses y rend.	250.002,8	468.510,6

Fuente: Banco de la República. Notas a los Estados Financieros 2012 - 2011

En 2012, los rendimientos netos de las reservas internacionales se redujeron en un 11,6% en términos nominales. La mayoría de los rendimientos de las RI en ese año provinieron de la causación de intereses de los títulos que están incluidos en el portafolio de inversión que tiene el Banco de la República. Sin embargo, a pesar de haber sido un resultado positivo, la cifra fue menor a la obtenida en 2011, debido a la reducción que sufrieron las tasas de interés en 2010, motivada por las políticas monetarias expansionistas del *Federal Reserve* (FED) en los Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón.

En el caso de los Estados Unidos la política monetaria expansiva ha estado fundamentada en la estrategia QE2⁴⁷, lo que ha mantenido las tasas de interés (repo) cercanas a cero (0,25%). Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo sus tasas a 0,5 %, mientras que el Banco Central de Inglaterra lo hizo en 0,50% y el Banco

•• 47 Quantitative Easing: estrategia que consiste en comprar bonos gubernamentales y corporativos mediante la expansión monetaria cuantitativa. La FED compra mensualmente US\$ 85.000 millones.

de Japón en 0,1%. De otra parte, el resultado de 2012 mostró una cifra positiva en el diferencial cambiario por \$115.401,3 millones frente a unos ingresos negativos por \$ 149.627,8 millones, registrados en 2011.

La causa de ese fenómeno es la revaluación del euro y otras monedas frente al dólar registrada durante el último año⁴⁸. Entre 2001 y 2004, debido a las bajas tasas de interés mundiales, se presentó una caída en los rendimientos. Sin embargo, en 2001 y 2002 la caída de las tasas fue compensada con la valorización de las inversiones anteriores, mientras que la apreciación del euro y el yen frente al dólar, contribuyó positivamente a contrarrestar la caída en rentabilidad por tasas de interés, sobre todo en 2002 y 2003. En 2004 los rendimientos de las reservas, aunque se redujeron frente a años anteriores, combinaron un aumento en las tasas de interés externas y un incremento del diferencial cambiario, por la mayor devaluación del dólar. Para 2005 predominó el efecto de las tasas de interés cuyos rendimientos permitieron compensar las pérdidas originadas en tipo de cambio.

Durante 2006 y 2007 los dos efectos fueron positivos con un predominio de los rendimientos por tasas de interés sobre el diferencial cambiario debido al incremento de las tasas de interés externas y la devaluación del dólar frente a otras monedas, mientras que en 2008 el rendimiento se fundamentó en la valorización de inversiones y la causación de intereses. A este resultado contribuyó la caída de las tasas de interés por parte de la FED, lo que representó una valorización de las inversiones.

Costo de la acumulación de las reservas internacionales

La compra de divisas por parte del Banco de la república (BR) en 2012, mediante el mecanismo de subasta de compras directas, ascendió a US\$ 4.844 millones. Según el informe de la Junta Directiva del Emisor, a julio de 2012, por cada US \$100 millones de compras por parte del Banco de la República, el estado de pérdidas y ganancias se reduce aproximadamente en \$8,4 miles de millones⁴⁹. Se podría estimar que para una tasa de intervención del 3,25% el costo se reduce a \$5,47 miles de millones. Esto significa que para 2012 el costo de intervención fue de \$229,61 miles de millones, el cual debe sopesarse con el costo de oportunidad de que el BR no hubiera intervenido y la tasa de cambio hubiese tenido un proceso de apreciación mayor.

•• 48 En diciembre de 2012 la tasa de cambio del euro era US\$1,31. En diciembre de 2011 se ubicó en US\$1,29.

49 Para este cálculo, el BR usó como supuesto una tasa de intervención del 5,25%. En la medida en que esta tasa se incremente (reduzca), las pérdidas del Banco de la República aumentan (disminuyen).

Prospectiva de los rendimientos de las reservas internacionales

En el contexto interno, la intención del Banco de la República de extender el período de compras diarias de divisas hasta septiembre de 2013, significa que este año será record en acumulación de divisas como reservas internacionales, pero también implicará mayores costos al emisor los cuales repercutirán sobre el presupuesto del Banco y del GNC. Los mayores costos y menores rendimientos agudizarán la situación financiera del banco.

En el contexto internacional, la situación es distinta de acuerdo con la realidad económica de cada región del mundo.

De una parte, la FED parece tener deseos de modificar su política de compras diarias por US\$ 85.000 en bonos del tesoro y activos respaldados por hipotecas lo que evitará que se siga deteriorando el valor del dólar en los mercados internacionales. Este cambio de posición hacia una política monetaria menos laxa implica menos presión hacia la revaluación de las monedas de los países emergentes. La FED espera que la tasa de desempleo se reduzca por debajo del 6,5% para revertir su política monetaria expansiva y comenzar el proceso de incremento de las tasas de interés.

El proceso de desmonte de la QE3 será gradual. Este proceso tiene riesgos, como el de una posible caída en los precios de la vivienda y la pérdida de valor de las hipotecas, que se traduce en una pérdida de valor en el portafolio de activos de la FED. Además, es probable un incremento en los rendimientos de los títulos del Tesoro de E.U. pues en la medida en que la FED reduzca su intención de comprar títulos, el precio de estos se reduce. En un escenario de recuperación de E.U. frente a una prolongación de la recesión europea, los activos de E. U y el dólar se vuelven más atractivos para los inversionistas, provocando la salida de flujos desde países emergentes como Colombia, que se traduce en una caída de la IED y una devaluación de las monedas de estos países.

Esto puede provocar problemas en la financiación para los países emergentes, reducciones de las exportaciones, déficits en cuenta corriente por la caída en los precios de los commodities que no se logren compensar con las devaluaciones de sus monedas, pérdida de valor en los portafolios locales y gran volatilidad en los mercados financieros. Adicionalmente, los inversionistas extranjeros al salir de los portafolios en pesos colombianos para pasarse a activos en dólares, pueden provocar un aumento en los rendimientos de los TES y la consecuente pérdida de valor de los portafolios que tengan en TES, afectando las subastas de estos títulos que realice el gobierno nacional. La desvalorización de los TES genera pérdidas en los tenedores nacionales, principalmente, en los fondos de pensiones.

El caso del BCE parece más confuso ante las expectativas de recesión en la mayoría de economías europeas y al parecer sin intenciones por modificar su política monetaria. Incluso se podrían esperar medidas complementarias para impulsar las deprimidas economías europeas, más aún cuando la inflación en la zona euro no es un problema primordial. Será trascendental que Europa entienda que en una situación de trampa de la liquidez keynesiana como la que se prevé, es necesario modificar las políticas de austeridad antes de que los países de la periferia de la zona euro tengan mayores dificultades de crecimiento y desempleo.

De continuar la recesión europea, además de la pérdida de dinámica de la economía China, la demanda sobre productos de los países emergentes será cada más débil y podría deteriorar los precios de los commodities y generar desequilibrios externos que se reflejarán en déficit en la cuenta corriente. Este último fenómeno sería más crítico en la medida en que los flujos de capitales no sean capaces de compensar el déficit comercial.

El caso japonés es diferente. Su banco central inició una estrategia monetaria agresiva, conocida como “las tres flechas”. Esta pretende desregular la economía, implementar una política fiscal que reduzca la deuda pública e incentive el gasto en infraestructura y mantener los tipos de interés en torno a “cero” y, a partir de enero de 2014, adquirir cada mes, sin una fecha límite, activos financieros por unos 13 billones de yenes (unos 110.000 millones de euros).

Esta última estrategia monetaria pretende duplicar la base monetaria en dos años. Estas medidas permitirían una mayor expansión del PIB del Japón lo que compensaría en parte la desaceleración de China e India, pero pueden significar una desaceleración de los países emergentes, como Colombia exportadores de materias primas, pues Japón se convertiría en un fuerte competidor.

La divergencia entre los bancos centrales del mundo frente a los estímulos monetarios puede generar riesgos en el mediano plazo provocando inestabilidad en los mercados financieros. Por un lado, Japón y Europa promoviendo un mayor estímulo monetario, mientras Estados Unidos adoptando una política más restrictiva.

El cambio en la perspectiva económica mundial exigirá de las economías emergentes un cambio en su política económica. Aparte de la revaluación de sus monedas, los bancos centrales no tendrán la necesidad de seguir reduciendo sus tasas de interés y podrán desmontar los programas que habían desestimulado la entrada de divisas (como Perú y Brasil). Esto traerá beneficios a los exportadores, quienes además de contar con los efectos de la devaluación también pueden verse favorecidos por la mayor demanda externa, principalmente de Estados Unidos, pero podría generar efectos inflacionarios vía importaciones más costosas, lo que exigirá políticas monetarias de corte restrictivo.

Desde el punto de vista estrictamente financiero, los rendimientos de los bonos de los países emergentes subirán y los tenedores de activos tenderán a deshacerse de sus posiciones refugiándose en activos en dólares, principalmente en Estados Unidos o en otros activos como el oro valorizando cada vez más al dólar.

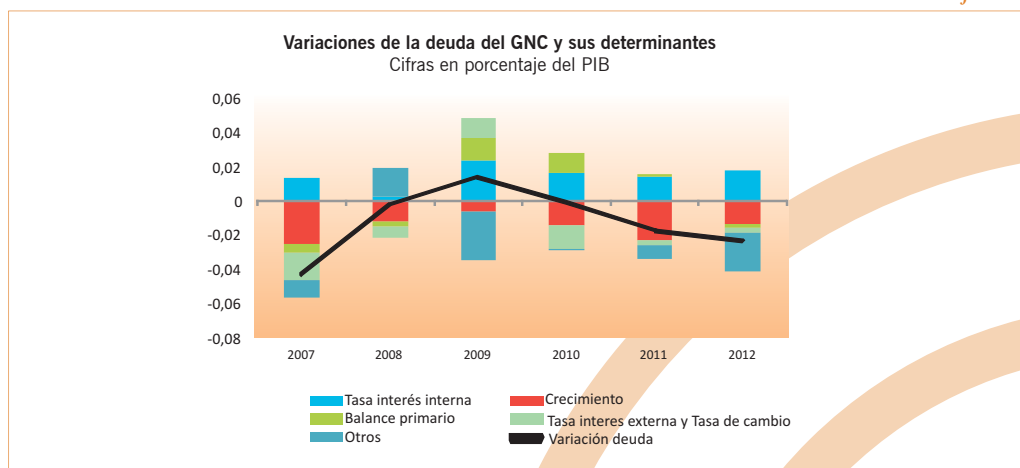
En el caso específico de Colombia, los fenómenos anteriores unidos al fin del boom de los precios de las materias primas generarán inconvenientes adicionales en la balanza comercial. Es una mala señal que cuando los países tienden a tener un mayor déficit en cuenta corriente y los flujos de capital internacional se interrumpen, la financiación del déficit se dificulta y allí están dadas las condiciones para una recesión.

La sostenibilidad de la deuda del gobierno nacional

La deuda bruta del gobierno nacional central (GNC) en 2012 ascendió a un 33,7% del PIB, con una disminución de 2,3% del PIB, respecto al indicador de 2011. Esta variación negativa de la deuda se asoció al efecto del crecimiento económico, aunque con un impacto más débil que en 2011, al balance primario, que en contraste con el 2011 fue positivo en 2012 (0,2% del PIB vs -0,2% del PIB) y al efecto combinado de la revaluación de la tasa de cambio (-2,7% en promedio) y la tasa real de la deuda externa (Gráfica 4.1), variable que en términos nominales y en pesos se redujo levemente.

Al efecto negativo que sobre la deuda a PIB generó el crecimiento, el superávit primario, la revaluación y la reducción de la tasa de interés externa, se opusieron el efecto positivo de la tasa de interés interna, como ha sido característico en los últimos años. Esta tasa se ubicó en términos nominales en 8,5%, esto es, 5,9% en términos reales, generando, por sí sola, un aumento de la deuda del orden del 1,8% del PIB (Gráfica 4.1).

Gráfico 4.1



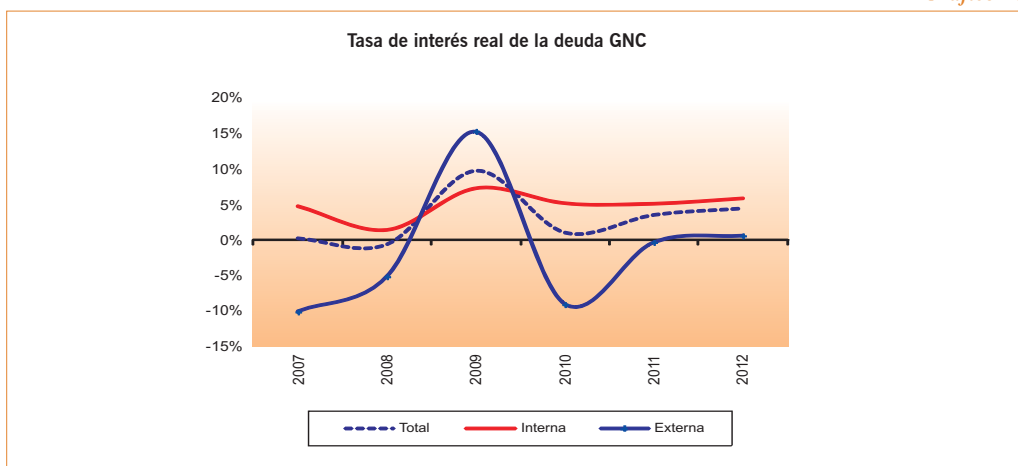
Fuente: Banco de la República. Cálculos CGR.

El efecto neto de la tasa de interés real de la deuda en 2012 fue positivo sobre la variación de la deuda a PIB, tal como en los últimos años, en la medida en que el impacto de la tasa interna (5,9%) fue superior a la magnitud de la tasa de interés externa real (0,7%), efecto que se refuerza debido al peso de la deuda interna (73% del total) frente a la deuda externa (27%).

La tasa de interés real de la deuda pasó entonces del 3,6% en 2011 al 4,5% en 2012, que se tradujo en una presión sobre la deuda del 1,5% del PIB (Gráfica 4.1). Paradójicamente, tanto la tasa de interés interna como la externa se redujeron en términos nominales, aunque aumentaron en términos reales, debido a la menor inflación en 2012 (Gráfica 4.2).

En 2012 la variable “otros” tuvo una influencia significativa en la reducción de la deuda a PIB (Gráfica 4.2), por un lado debido a la revaluación (calculada con la tasa de cambio de cierre) que alcanzó el -9,0%, lo que implicó una reducción del saldo de la deuda externa del 0,9% del PIB. Y por otro lado, por la reducción de los TES de corto plazo, cuyo saldo se redujo en \$5,8 billones, provocando uno de los menores incrementos de la deuda interna en los últimos años.

Gráfico 4.2



Fuente: CONFIS y cálculos CGR.

El balance primario, por su parte, fue levemente positivo en 2012 (0,2% del PIB), lo que coadyuvó a la reducción de la deuda bruta del Gobierno como ya se señaló. Los ingresos tributarios tuvieron un comportamiento favorable, derivados del crecimiento del producto en los dos últimos años (5,9% en 2011 y 4,0% en 2012). A estos ingresos se sumaron los recursos derivados de excedentes de Ecopetrol, que en conjunto elevó los ingresos en 0,9% del PIB, superando así los gastos presupuestales (sin intereses) y posibilitando un balance primario positivo luego de tres años con balances negativos (Gráfica 4.3).

Sostenibilidad en el corto plazo

El superávit primario del GNC en 2012 (0,23% del PIB) superó levemente el requerido para no aumentar la deuda a PIB⁵⁰, el cual, de acuerdo a las condiciones macroeconómicas, era del 0,17% del PIB (Cuadro 4.1). De esta forma, la brecha entre el balance primario requerido y observado en 2012 fue de 0,06% del PIB, es decir, de casi un punto del PIB inferior a la brecha en 2011, cuando alcanzó el 0,93% del PIB (Cuadro 4.1). En otras palabras, en los dos últimos años el Gobierno alcanzó superávits primarios que superaron (más en 2011 que en 2012) los superávits requeridos de acuerdo a las condiciones macroeconómicas (tasa de interés real, crecimiento económico, tasa de cambio), lo cual derivó en una reducción de la deuda a PIB.

Por su parte, la brecha de la tasa de interés real de la deuda (4,5%) y el crecimiento (4,0%) fue levemente positiva en 2012, ejerciendo así un aumento en la variación de la deuda a PIB, en contraste con los dos años anteriores cuando esta brecha fue negativa, lo que permitió una reducción de la deuda. No obstante, el impacto de la brecha fue compensado por efecto de la revaluación (-2,7% en promedio y -9% con tasa de cambio a finales de cada año) y por la consecución del superávit primario, que provocaron la disminución de la deuda, primando finalmente el impacto de estas últimas dos variables (Cuadro 4.1).

Luego del aumento de la tasa de intervención en el segundo semestre de 2011, el Emisor aplicó una reducción de tasas durante el 2012, pasando del 5,0% en enero al 4,25% en diciembre, lo que repercutió en una disminución de las tasas de los TES. La tasa implícita de la deuda interna tomada aquí, se vio influenciada por dicha reducción de las tasas de interés y disminuyó del 9,0% en 2011 al 8,5% en 2012, aunque como ya se comentó, debido al efecto de una menor inflación se elevó en términos reales, al igual que la tasa de interés externa, lo que aumentó la tasa real total de la deuda del 3,6% al 4,5%.

De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2012 y el Plan Financiero (PF) 2013 (revisado en febrero), el déficit primario del GNC para 2013 será del 0,02% del PIB. Esto es compatible, según el PF, con un crecimiento económico del 4,5%, una tasa de interés real del 4,7%, una devaluación del 0,1% y una devaluación promedio del 1,8%. De acuerdo al PF, la deuda neta ascendería al final del año al 33,9%, del PIB lo que equivale aproximadamente a una deuda bruta del 34,9% del PIB, que implica un aumento del 1,2% del PIB con respecto al 2012 (Cuadro 4.1).

- 50 El superávit primario requerido (Sp^*_t) para estabilizar la deuda pública ($\Delta b = 0$) es:

$$Sp^*_t = \frac{(r-n)}{1+n} b_{t-1} + z_t$$

Este aumento de la deuda bruta surge entonces por un menor balance primario (0,02% del PIB) con respecto al superávit exigido (0,08% del PIB) para mantener la deuda a PIB del 2012 (Cuadro 4.1). Cabe mencionar que el menor superávit requerido para mantener la deuda a PIB inalterada (en los niveles de 2012) está asociado a la menor brecha entre la tasa de interés real (4,7%) y el crecimiento económico esperado (4,5%).

Cuadro 4.1

Sostenibilidad en el corto plazo
Porcentaje del PIB

Año	Deuda	Deuda	Tasa	Crec	Def prim	Con deuda bruta		Con deuda neta		
	Bruta	Neta*	interés real			Sup req (1)	Brecha (2)	Sup req (3)	Brecha (4)	
2009	37,8%	36,5%	9,8%	1,7%	-1,32%	2,92%	4,24%	2,85%	4,18%	
2010	37,7%	36,3%	1,1%	4,0%	-1,21%	-1,05%	0,16%	-1,01%	0,19%	
2011	36,0%	34,4%	3,6%	6,6%	-0,16%	-1,08%	-0,93%	-1,04%	-0,88%	
2012	33,7%	32,9%	4,5%	4,0%	0,23%	0,17%	-0,06%	0,16%	-0,07%	
Escenario corto plazo										
2013										
Plan Financiero	34,9%	33,9%	4,7%	4,5%	0,02%	0,08%	0,06%	0,07%	0,05%	
Escenario 1	34,9%	33,9%	4,7%	3,5%	-1,04%	0,41%	1,45%	0,40%	1,44%	
Escenario 2	34,9%	33,9%	4,7%	3,0%	-1,19%	0,58%	1,77%	0,57%	1,75%	
Escenario 3	34,9%	33,9%	6,5%	2,0%	-1,48%	1,54%	3,02%	1,50%	2,97%	

(1) Sup Prim requerido = $(r - \square)/(1 + \square) * dt - 1$

Donde dt-1 es deuda bruta, r tasa de interés real de la deuda y \square 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

Fuente: Plan financiero 2013, MFMP 2012, DANE, cálculos CGR

Si el crecimiento económico fuera inferior al estimado en el PF, los superávit primarios requeridos para estabilizar la deuda podrían alcanzar hasta el 1,5% del PIB (si el crecimiento fuera tan solo del 3,0%), exigiéndose un ajuste total hasta del 1,8% del PIB en el balance primario. Si se supone una desaceleración del producto hasta del 2,0% y un aumento de las tasa de interés de la deuda del 6,5%, aumentaría el déficit primario, y se requeriría un notable esfuerzo del Gobierno para corregirlo y no permitir que la deuda se elevara en 3,0% del PIB (Cuadro 4.1).

Con la regla fiscal se prevé que ante esta situación, el Gobierno eleve el gasto para amortiguar el impacto de la caída del producto, por lo que se permitiría transitoriamente un aumento del déficit primario (y por lo tanto de la deuda) pero con un ajuste posterior en la medida en que la economía se recupere. Si bien un crecimiento del 2,0% es poco probable (así como un aumento significativo de la tasa de interés

interna y externa), una eventual caída de China, o una drástica reversión de los precios de los commodities podrían afectar el desempeño de las economías latinoamericanas, y de esta forma a la economía colombiana, afectando en consecuencia el balance primario, la brecha de tasa de interés y el crecimiento que repercute en el nivel de la deuda a PIB.

Regla fiscal, déficit y metas de deuda

La ley de regla fiscal (acto legislativo 5 de 2011) establece que el Gobierno adoptará las medidas necesarias para asegurar que el balance estructural⁵¹ total del GNC no supere un déficit anual de 1,0% del PIB para el 2022, para lo cual seguirá una senda de reducción del déficit a partir de 2011 hasta alcanzar la meta señalada. Se tendrán unas reglas complementarias de límites al crecimiento del gasto, especialmente del gasto estructural⁵², el cual deberá ser concordante con la evolución del ingreso estructural⁵³.

Este gasto estructural podrá elevarse cuando la economía experimente un severo declive, lo cual técnicamente lo define la regla fiscal como aquella situación donde el crecimiento económico observado sea inferior en dos puntos porcentuales (2%) al crecimiento del producto de largo plazo (también llamado crecimiento del PIB potencial). Sin embargo, el aumento del gasto no podrá exceder el 20% de la brecha del producto mencionada⁵⁴.

La ley contempla, no obstante, la suspensión temporal de la regla fiscal si se presentan eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica, previo concepto del CONFIS.

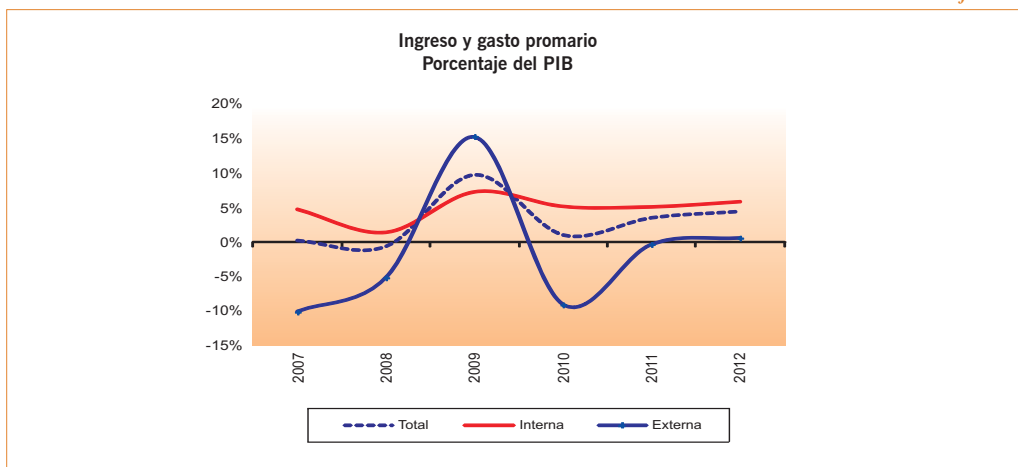
Cabe señalar que el indicador de deuda para el SPNF y el GNC, corresponde al saldo de la deuda neta de activos financieros a PIB. Esta deuda neta es definida como la deuda bruta más el saldo de las cuentas por pagar del GNC, menos todos los activos que tiene el Gobierno en el sistema financiero nacional e internacional⁵⁵.

- 51 El balance estructural corresponde al balance fiscal total ajustado por el efecto del ciclo económico, por los efectos extraordinarios y transitorios de la actividad minero-energética y por otros efectos de naturaleza similar. Equivale a la diferencia entre ingreso estructural y gasto estructural del GNC.
- 52 El gasto estructural es el nivel de gasto consistente con el ingreso estructural.
- 53 El ingreso estructural es el ingreso total del GNC, una vez ajustado por el efecto del ciclo económico y los efectos extraordinarios de la actividad minero energético y otros efectos similares.
- 54 La brecha del producto es la diferencia entre el crecimiento del PIB observado y el crecimiento del PIB potencial.

Con respecto a este indicador de deuda neta, la Contraloría General de la República ha llamado la atención sobre algunos aspectos, como el hecho de descontar los títulos TES del ISS, que ocultaría las obligaciones del Estado con los pensionados, o el descontar de la deuda bruta activos financieros como los depósitos remunerados, que en los dos últimos años han alcanzado saldos superiores al 1.5% del PIB, pero que realmente son excedentes de liquidez derivados en gran parte de la misma deuda, y que están destinados no como inversión, sino para el gasto del Gobierno.

Ahora bien, como los resultados de la deuda neta para el GNC han mostrado una reducción con respecto a las metas de la regla fiscal establecidos en el MFMP del 2011, las proyecciones de la deuda del MFMP del 2012 presentaron menores niveles de deuda para los próximos diez años. La meta de deuda para el GNC en 2014 se redujo del 35,6% al 33,1% del PIB y disminuyó para 2022, al pasar del 26,7% al 25,8% del PIB (Gráfica 4.4).

Gráfico 4.3



Fuente: MFMP 2011 y 2012

Por su parte, las metas de la regla fiscal establecidas en el MFMP11 para el 2011, en cuanto al balance del GNC y sus correspondientes balances total, estructural y primario, se cumplieron en la medida en que los mencionados balances, si bien fueron deficitarios, se ubicaron en niveles inferiores a los establecidos en el MFMP11 (Cuadro 4.2).

- 55 De acuerdo al MFMP 2012 se define como:
Deuda bruta del SPNF: la deuda financiera del SPNF más el saldo de las cuentas por pagar del GNC.
Deuda neta del SPNF: es el resultado de descontar la deuda entre el mismo SPNF (deuda intrapública).
Deuda neta de activos financieros del SPNF: es aquella que resta los activos que tienen las entidades públicas en el sistema financiero nacional e internacional. Pg. 74.
Deuda bruta del GNC: deuda financiera del GNC más el saldo de las cuentas por pagar del GNC.
Deuda neta de activos financieros: resulta de restarle a la financiera todos los activos que tiene el gobierno en el sistema financiero nacional e internacional. Pg. 75.

Cuadro 4.2

Regla fiscal para el GNC Porcentaje del PIB

	Meta MFMP 11				Cifras observadas			
	Balance total	Balance estructural	Balance primario	Deuda neta	Balance observado	Balance estructural	Balance primario observado	Deuda neta observada
2011	-4,0%	-3,7%	-1,0%	37,6%	-2,9%	-2,7%	-0,2%	35,4%
2012	-3,5%	-3,2%	-0,6%	37,5%	-2,4%	-2,4%	0,2%	35,1%
2013	-2,4%	-2,1%	-0,4%					

	Meta MFMP 12				Cifras observadas			
	Balance total	Balance estructural	Balance primario	Deuda neta	Balance observado	Balance estructural	Balance primario observado	Deuda neta observada
2012	-2,4%	-2,6%	0,3%	35,1%	-2,4%	-2,4%	0,2%	35,1%
2013	-2,2%	-2,4%	0,4%	33,9%				
2013*	-2,4%	-2,4%	0,2%	33,9%				

El MFMP 2012, por su parte, presentó metas para el déficit del GNC congruentes con el Plan Financiero (PF) 2013 (revisado en febrero). Estas metas sobre los balances (total, primario y estructural) contemplan una reducción del déficit y los niveles de deuda con respecto a los niveles estimados en el MFMP11 (Cuadro 4.2).

En efecto, la meta del déficit total del GNC para 2012 pasó del 3,5% del PIB en el MFMP11 al 2,4% del PIB en el MFMP 2012, el cual efectivamente se alcanzó. Para el 2013 el PF13 estima un déficit del 2,4% del PIB (0,2% superior al MFMP12), aunque la deuda neta se mantuvo en el mismo nivel contemplado por el MFMP12, esto es el 33,9% del PIB⁵⁶(Cuadro 4.2).

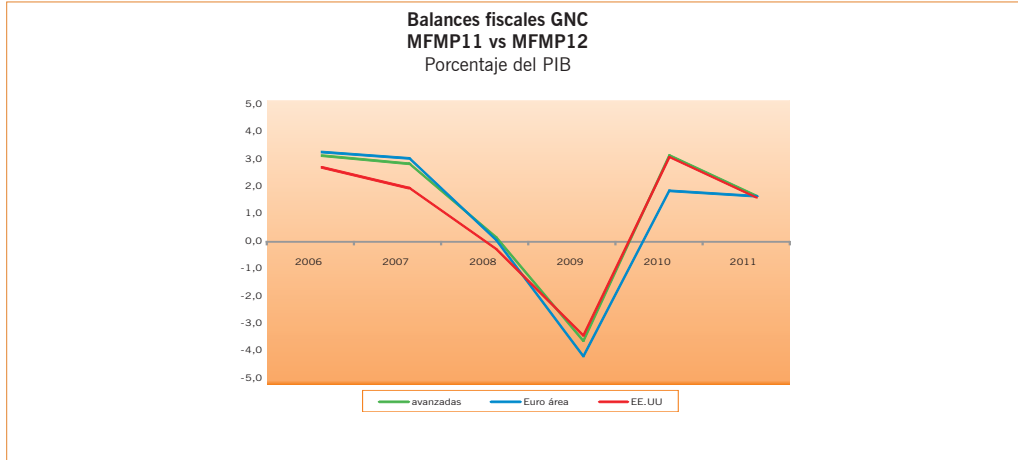
De esta forma se cumplió con la trayectoria de la deuda establecida en la regla fiscal, conducente al alcance de un nivel del 33,1% del PIB en 2014 y el 24,5% en 2023. Esto, de acuerdo a las metas del MFMP 2012, es consistente con un déficit total del 2,1% del PIB en 2014 y del 0,7% del PIB en 2023. El balance primario sería superavitario desde el 2012 hasta el alcanzar el 0,4% del PIB en 2014 y el 1,2% en 2023 (Gráfica 4.5).

El PF13 reconoce una desaceleración del producto en 2012, lo cual explicó la desaceleración del recaudo interno y externo, debido a las menores importaciones, lo que generó el aumento del 0,2% del PIB del déficit del GNC en 2012. La deuda neta a PIB no se elevó con respecto a la proyección del MFMP, debido a la reva-

- 56 El cálculo de la deuda del MFMP, el cual lo realiza la Dirección General de Política Macro (DGPM), difiere del cálculo de crédito público, en la medida en que esta última no incluye los TES de corto plazo, los pagarés de la tesorería y las cuentas por pagar, instrumentos que sí incluye la DGPM

luación (-8,9% cierre, -2,7% promedio), que redujo el saldo de la deuda externa, sumado a un saldo del balance primario que no presentó una marcada desviación con respecto a la meta del MFMP12 (0,2% vs 0,3% del PIB)

Gráfico 4.5

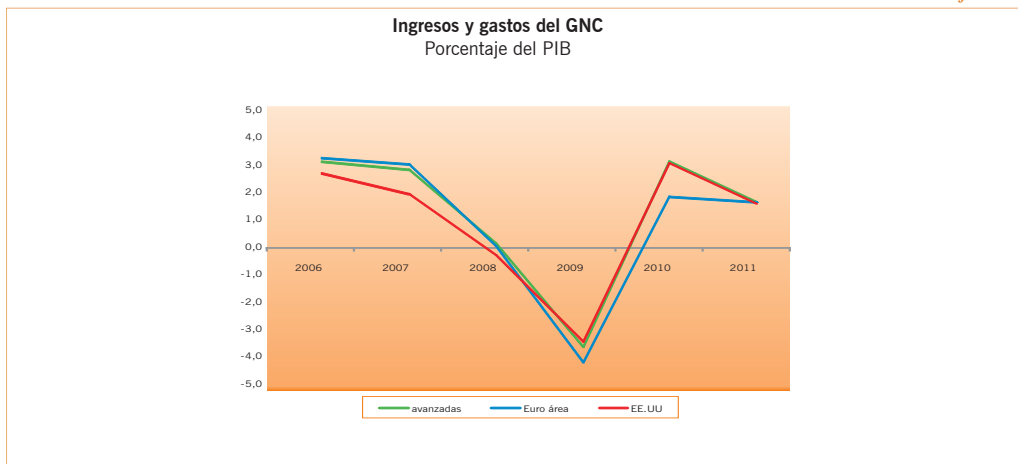


Fuente: MFMP 2011 y 2012

Hasta ahora, en términos generales, las metas trazadas en los MFMP, en cuanto a balances los fiscales y la deuda del GNC, se ha cumplido y si se materializan los supuestos macroeconómicos de largo plazo no habría dificultad para alcanzar en 2023 un déficit total del 1% del PIB y un nivel de deuda neta del 24,5% del PIB. Sin embargo, surgen algunos cuestionamientos con respecto a la regla fiscal que vale la pena señalar:

1. Las proyecciones del MFMP12 prevén que el gasto cíclico o transitorio, que fundamentalmente se atribuye a los gastos por la ola invernal, solo se dará hasta el 2015, y de ahí en adelante coincidirá con el gasto estructural (Gráfica 4.6). Esto es razonable si se supone que la economía crece de manera sostenida al crecimiento potencial. No obstante, es natural que existan fluctuaciones que originen diferencias con respecto al crecimiento potencial, como en 2012, por ejemplo, y, por lo tanto, generen un gasto observado diferente al estructural. Es importante realizar estas simulaciones para entender la forma como operaría la regla fiscal, especialmente la manera como se activaría el gasto contracíclico.

Gráfico 4.6



Fuente: MFMP 2012

2. Ahora bien, y como ya se planteó en el Informe de Deuda 2011⁵⁷, surge la duda en cuanto al rol que adoptaría el Gobierno en caso de un exiguo crecimiento del producto, como lo sería un nivel del 2,9 ó 3,0%, asumiendo un crecimiento potencial del 4,8% como lo supone el MFMP11. Según la regla fiscal, la diferencia entre los dos crecimientos, no cumpliría el umbral del -2,0% o menos, lo que no permitiría una expansión del gasto cíclico para enfrentar el estancamiento, lo cual desde el punto de vista de la política fiscal podría agudizar aún mas el estancamiento del producto y por esta vía en elevar aún mas el desempleo.

Inclusive, una caída del producto más allá de una diferencia del -2,0% en la brecha del producto, solo activaría el gasto público en 20% de dicha diferencia, por lo que una depresión como la ocurrida en 1999 (-4,2%), solo tendría como respuesta un aumento del gasto cíclico del 5,0% nominal, lo cual también luce moderado para enfrentar una circunstancia desfavorable como ésta.

Todo lo anterior conduce a reflexionar que es muy posible que ante una regla fiscal tan ajustada se deberá recurrir a la cláusula de excepción para atenuar las implicaciones de la regla sobre el gasto cíclico, lo que podría conducir a cierta pérdida de credibilidad en el tiempo de dicha ley.

3. De otro lado, el comité consultivo que debe diseñar las metodologías y definición de los parámetros básicos requeridos para la operación de la regla fiscal (PIB potencial, ingreso y gasto estructural), si bien se conformó en agosto de 2012, se volvió a reconstituir con otros integrantes en mayo de 2013, situación que nunca se explicó o sustentó, además que nunca se emitió un concepto técnico por el anterior comité, o por lo menos nunca se divulgó.

• • 57 Contraloría General de la República. Informe de la Situación de la Deuda Pública 2011.

El MFMP12 proponía un período de transición de al menos un año para que los miembros del comité pudieran trabajar con el grupo técnico del Ministerio de Hacienda en la revisión de la metodología, y ahora con un nuevo comité surge la duda sobre si este alcanzará a pronunciarse en junio de 2013 sobre el cumplimiento de la regla fiscal y la metodología, tal como se contempló en el MFMP12.

En el MFMP12 (junio de 2012) se afirmaba que algunos documentos metodológicos se publicarían en junio y julio de 2012, entre los que se encontraban la reglamentación del comité consultivo, la metodología para la determinación de las cuentas del GNC, la metodología para la estimación del PIB potencial y la brecha del producto, así como el decreto reglamentario sobre el funcionamiento, administración, operación e inversión de los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica (FAE), y el decreto reglamentario sobre la operatividad para el diseño del Presupuesto General de la Nación, manteniendo los principios de coherencia (artículo 4º) y consistencia (artículo 9º) de la Ley 1473, entre la regla fiscal y el Presupuesto General de la Nación.

En varios aspectos esto no se cumplió: el comité constituido en agosto de 2012 se reconstituyó hasta mayo de 2013, el documento metodológico del PIB potencial se dio a conocer solo hasta mayo de 2013 (aunque no está en la página web del ministerio y su divulgación es escasa o inexistente), y no se conoce la metodología para la determinación de las cuentas del GNC.

En aras de la transparencia y la adecuada evaluación y seguimiento de la regla fiscal es indispensable que se divulguen efectivamente estas metodologías y se expliquen las causas del retraso en su divulgación cuando esto se presente.

4. El PIB potencial es un aspecto clave en la medición del balance estructural, indicador sobre el cual descansa la regla fiscal. El ingreso estructural depende principalmente del PIB potencial (y en segundo lugar de los precios y cantidades esperados del sector minero energético) y en ese orden de ideas, el riesgo de una subestimación del PIB potencial implicará una línea de ingresos de referencia reducida que limitará el gasto público estructural. Esto no solo implica una respuesta relativamente débil ante una caída pronunciada del producto, como se señalaba anteriormente, sino que implica una menor capacidad del Estado para ampliar el gasto en infraestructura y en capital humano (aspectos en los cuales hay un notorio atraso), o en una determinada política sectorial o de desarrollo, políticas que redundan en un mayor PIB potencial. Como sostiene Stiglitz (2002) la calidad del gasto público afecta la trayectoria de largo plazo de la economía.

La política monetaria también debe revisar este aspecto, porque un aumento de tasas de interés en un escenario donde el PIB observado supera un bajo nivel potencial, puede estar impidiendo un aumento de este crecimiento potencial en la medida en que se restringen los efectos de largo plazo del PIB observado, particularmente, la proveniente de una demanda que presiona a la oferta por mayor capacidad productiva e innovación.

Si bien el método de la función de producción arrojó uno de los mayores niveles de PIB potencial (4,9%)⁵⁸, preocupa que la conclusión sea que dichos métodos (nueve en total) tienden a sobreestimar el producto potencial y su brecha asociada. Menores niveles de PIB potencial, como ya se comentó, tienen unos efectos negativos en el crecimiento efectivo en la medida en que pueden generar sobreajustes de la política fiscal y monetaria, esto es, en restricciones de gasto o aumento de tasas de interés, que pueden dar lugar a una “autorrealización” de crecimiento en función del PIB potencial que impide el aumento de la capacidad productiva de largo plazo.

Es importante complementar las metodologías con otras posturas que permitan un cálculo más dinámico sobre el PIB potencial, incorporando otros enfoques y metodologías, y que, por ende, requiere un comité más pluralista y abierto a otros modelos, lo cual no se aprecia con el que se acaba de conformar recientemente.

5. Otra inquietud con respecto a la regla fiscal, es si ante un escenario en que el crecimiento económico observado no alcanza rápidamente el crecimiento potencial en un lapso de uno o dos años ¿cómo será el desmonte del incremento del gasto cíclico transitorio? o como activarlo, porque puede ser demasiado tarde esperar un año para observar que el PIB efectivo cae dos puntos por debajo del PIB potencial. La regla fiscal no puede ser tan automática; existe el riesgo (como lo plantea la CEPAL) de que se detengan los estímulos antes de tiempo, imponiéndose la austeridad fiscal con sus consecuentes efectos negativos (como es el caso de algunos países desarrollados), o existe el riesgo de mantenerlos cuando ya no se justifican, como habría ocurrido en algunas economías latinoamericanas luego de la crisis de 2008-2009. Una solución a mediano y largo plazo sería el diseño de una estructura del gasto en función de los estabilizadores automáticos⁵⁹.

6. Otro dilema asociado al concepto del PIB potencial, como ya se señaló en el anterior informe de deuda, es que es posible tener un crecimiento de la economía igual al potencial (4,8%) y un desempleo del 8,5% (según las proyecciones de largo plazo del Gobierno), el cual implícitamente no sería posible enfrentar con un aumento

•• 58 Metodología de estimación del producto interno bruto potencial y la brecha del producto en la economía colombiana. Dirección General de Política Macroeconómica. Ministerio de Hacienda. Mayo de 2013.

59 Cambio estructural para la igualdad. Una visión integrada del desarrollo. CEPAL. 2012

del gasto para reducirlo⁶⁰. Se reitera entonces que es vital que la sostenibilidad de la deuda sea compatible con una política de ingresos y gastos primarios que promueva la progresividad en el recaudo, la redistribución equitativa del gasto, y la eliminación del desempleo involuntario, que posibilite igualmente la sostenibilidad social.

- 60 Como el balance fiscal total (y primario) observado depende de la brecha del producto en cuya definición se halla el PIB potencial, el cual se refiere a la capacidad máxima que tiene una economía de producir bienes y servicios si todos sus recursos (humano, capital, tecnología) se utilizaran plenamente, sin causar presiones inflacionarias, y el desempleo compatible con este nivel se estima en 8,5%, bajo la regla fiscal, no sería viable elevar el gasto, ya que sería considerado proclive a la inflación.

El cupo de endeudamiento de la Nación 2012

El gobierno nacional, en la primera legislatura de 2012, presentó al Congreso de la República un proyecto ley mediante el cual se autoriza aumentar el cupo de endeudamiento adicional hasta por US \$10.000 millones. En principio, el gobierno nacional presentó el proyecto de endeudamiento como el requerimiento necesario para realizar el roll over natural de la deuda pública externa. No obstante, este es la ampliación del cupo de endeudamiento en dólares con el cual se estaría financiando la inversión dentro del plan de desarrollo de la actual administración (Prosperidad para Todos), dado que se agotó el autorizado en las leyes anteriores.

Esto evidencia que el presupuesto de 2013 estaba desfinanciado como lo advirtió la Contraloría General de la República (CGR) en la discusión del mismo, y que el Gobierno no tramitó, en su momento, como está previsto mediante dos leyes: (i) una del presupuesto desfinanciado y (ii) otro del endeudamiento adicional requerido. Otro hecho fundamental radica en que la reforma tributaria amplió el déficit del gobierno nacional y este debió acudir al financiamiento externo, como una alternativa de ajuste “automático” por las fuentes de financiamiento en la revisión del Marco Fiscal de Mediano Plazo y su efecto en el Marco de Gasto de Mediano Plazo ante la caída de los ingresos (presupuesto 2013 con supuestos excesivamente optimistas y reforma tributaria con exenciones), situación diagnosticada por la CGR en forma oportuna y no atendida diligentemente por el gobierno nacional.

A la par de ello, con el artículo 9 de la Ley anual del Presupuesto de 2013, el gobierno utiliza ese espacio fiscal -“colchón”- pues se evidenció que la proyección de ingresos corrientes serían menores, dado que el precio de referencia del petróleo resultó ser muy inferior al utilizado en las proyecciones, como se verá más adelante. Con ello el Gobierno cierra el defecto en la proyección de ingresos que se advirtió y que se presentó, no obstante estar transitando en medio de un marco de situación fiscal deficitaria.

De esta forma, el documento que se presenta realiza en una primera parte un análisis del tradicional, y a veces rutinario como condición “sine qua non” de legalidad, proceso de solicitud de ampliar cupo de endeudamiento por parte del gobierno nacional, con un poco de historia; en una segunda se analiza el impacto sobre las políticas macro especialmente sobre la fiscal, monetaria y cambiaria, y se señala que el procedimiento de pasar por el Congreso para solicitar un cupo de endeudamiento se tornó innecesario al tenor de la reforma Constitucional de la Sostenibilidad Fiscal y de la ley de la Regla Fiscal; esto lleva a que este no sea un mero trámite admi-

nistrativo, como pareciera que fue la presente aprobación, sino que su legalización tiene muchas implicaciones formales que ameritan discusiones de fondo y no pueden estar ajenas a la sostenibilidad fiscal, a la revaluación del peso y a otros temas de lavado de activos que están a la orden del día en la economía colombiana.

La abrumadora votación en el Senado y la Cámara para la aprobación del cupo sin mucha oposición y que se aprobó, cubre la responsabilidad y conciencia que tienen los legisladores sobre las necesidades de financiamiento del Gobierno en lo que resta de administración, pero éstos deben demostrar en el corto plazo que ejercen un control sobre lo que aprobaron y no sólo delegarlo a lo que unos parlamentarios decidan en la Comisión de Crédito o que se decida a instancias del Gobierno.

El cupo de endeudamiento para la Nación

En 2012, el gobierno nacional presentó al Congreso de la República un proyecto de ley con el fin de aumentar el cupo de endeudamiento hasta por US \$10.000 millones, mediante los cuales se complementarían los cupos otorgados en leyes de endeudamiento anteriores.

Dicha solicitud presentada a la mitad de la administración, se surtió en virtud de la disminución del cupo otorgado por la Ley 1366 de 2009, mediante la cual la administración Uribe rompió con el esquema tradicional de presentar una ley para financiar los cuatro años del plan de desarrollo. Este cupo otorgado por ley resulta ser adicional a los concedidos recientemente, como en las leyes del Presupuesto General de la Nación (artículo 9), Plan de Desarrollo (Ley 1450 de 2011, artículo 268) y leyes anteriores que igualmente afectan los cupos de endeudamiento.

Según el gobierno nacional, el monto solicitado no resulta ser excesivo si se tiene en cuenta que al cierre de la vigencia 2012 el cupo disponible de anteriores leyes “formales” de endeudamiento ascendía a los US\$ 1.903 millones, mientras que el roll over de la deuda pública externa para lo que resta del gobierno (2013 -2014) sobrepasa dicho monto. Así mismo, argumenta el Gobierno en la exposición de motivos de la ley que los indicadores de deuda, como la deuda neta/PIB, muestran un margen suficiente para hacer sostenible la deuda y las finanzas públicas.

A pesar de ello, subsisten muchos problemas que deben ponerse a consideración, no solo por el mero hecho de aprobarse un cupo de endeudamiento —que lo puede utilizar o no—, sino por la forma, oportunidad y destino del mismo: su efecto sobre manejo monetario y cambiario, un mayor endeudamiento que acelere el efecto revaluacionista y haga inane los esfuerzos del Banco de la República (BR) en la compra de divisas. Así mismo, las necesidades de financiamiento externo deben ir acompa-

ñadas por necesidades de emisiones de bonos internos -TES B (aprobadas por otra vía), las cuales tienen influencia directa sobre la política monetaria específicamente sobre las tasas de interés y la base monetaria.

Cabe mencionar que hasta diciembre de 2012 el BR compró US\$ 4,844 millones que originaron una expansión monetaria de \$8,7 billones, para contener el efecto sobre la tasa de cambio, lo cual, a su vez, debió esterilizarse especialmente mediante operaciones de depósito del gobierno nacional en el banco por \$2,9 billones, entre las que se destacan las correspondientes a la colocación de “TES de control monetario” por \$2,04 billones (un nuevo instrumento de manejo monetario desarrollado en 2012).

Todo ello implicó un mayor costo de administración de las reservas internacionales y su monetización implicó un manejo monetario a través de repos o TES. Además es claro que la rentabilidad derivada del incremento de las reservas internacionales, por contraste con el costo de las OMAS necesarias para regular la oferta de dinero (base monetaria) implica mayores pérdidas para el BR por efecto de las inversiones en títulos que pagan tasas cercanas a cero (como los bonos del tesoro norteamericano), y cuyas pérdidas, más allá de la concurrencia contra las reservas patrimoniales del banco, las debe asumir el gobierno nacional como gasto dentro del Presupuesto General de la Nación en la siguiente vigencia, hecho que ya se presentó en 2011 (-\$356 miles de millones) y se repitió para el 2012 (-\$340,5 miles de millones).

¿Qué es el cupo de endeudamiento externo de la Nación?

El cupo de endeudamiento de la Nación es la autorización que la Ley otorga al gobierno nacional para celebrar operaciones de crédito público especialmente externo, destinadas al financiamiento de apropiaciones presupuestales y programas y proyectos de desarrollo económico y social. Se insiste en que este cupo se refiere básicamente al endeudamiento externo, dado que la emisión de bonos de internos, especialmente los TES B por la Ley 51 de 1990, no afectan cupo de endeudamiento.

Saldo de las leyes vigentes

De acuerdo con la información suministrada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el saldo vigente a diciembre de 2012 se ubicó en los US \$1.903 millones después de las utilidades de cada una de las leyes (Cuadro 5.1).

Cuadro 5.1

**Cupo disponible para endeudamiento Leyes 533 de 1999,
781 de 2002 y 1366 de 2009**

Cupo Disponible para Endeudamiento de la Nación Leyes 533 de 1999, 781 de 2002 y 1366 de 2009	
A. Cupo autorizado por la Ley 533 de 1999	12.000
B. Cupo autorizado por la Ley 781 de 2002	16.500
C. Ampliación cupo Ley 1366 de 2009	4.500
D. Subtotal Cupo Aprobado Congreso (A + B + C)	33.000
E. Afectaciones	42.536
F. Reembolsos (Amortizaciones)	11.053
G. Cancelaciones por montos no utilizados	386
H. Afectaciones vigentes (E - F - G)	31.097
Cupo disponible para endeudamiento de la Nación (D - H)	1.903

*Cifras en millones de dólares americanos (USD)

** Reembolsos contabilizados con cierre parcial del sistema de deuda pública, a 31 de diciembre de 2012

Actualizado: 15/01/2013

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

En atención al mandato constitucional del artículo 150 numeral 9, el Congreso de la República debe expedir leyes para, entre otras cosas, “conceder autorizaciones al gobierno nacional para celebrar contratos, negociar empréstitos y enajenar bienes nacionales (...)”. De tal manera que es la Ley 123 de 1959, la que inicia la “moda” de otorgar cupos de endeudamiento que se renovaba generalmente cada dos años con el objeto de financiar los planes de desarrollo. La Ley 51 de 1990 o Ley Marco del Endeudamiento, cambió esa concepción y aumentó el período para los cuatro años de la administración del Gobierno.

Es esta ley la que estructura la emisión de los TES B y marca decididamente la creación de un mercado de capitales para la deuda pública del país. Como se relaciona en el cuadro, varias leyes otorgaron cupos de endeudamiento que fueron aumentando según las necesidades del gobierno nacional.

En la Ley 781 de 2002 se le otorgó a la Nación un cupo de 16.500 millones de dólares de los Estados Unidos, o su equivalente en otras monedas. Pero este cupo solo fue ampliado hasta 2009 con la Ley 1366, dado que se dio en las dos administraciones del presidente Uribe.

Situación de las Leyes de endeudamiento 1990 - 2013

	Cupo externo en dólares	Interno pesos	Garantías dólares	Fondo de Inv. para la Paz	Resoluciones TES B	TAN-TES A
Ley 51 de 1990	4.500	250.000				75.000
Ley 185 de 1995	6.900	450.000				
Ley 344 de 1996						
Ley 533 de 1999	12.000		4.500	2.000		
Ley 489 de 1998						
Ley 781 de 2002	16.500					
Ley 964 de 2005						
Ley 1366 de 2009	4.500					
proyecto de Ley	10.000				25.000.000	

Fuente: MFMP 2011 y 2012

Otros cupos de endeudamiento

¿Por qué la CGR dice que le ha otorgado otros cupos? En el debate del Presupuesto General de la Nación, en el Congreso de la República, la CGR cuestionó que en el mencionado proyecto en su artículo 9, se estableció la posibilidad de emitir bonos “TES Globales” en pesos o en moneda extranjera sin que estas emisiones afectaran el cupo de endeudamiento, es decir, se le firmó un cheque en blanco al gobierno nacional. Cabe aclarar que la emisión de TES debe estar contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y lo señalado por la regla fiscal.

Previo a la presentación del anteproyecto de ley, se aprobó el Plan Nacional de Desarrollo (Ley 1450 de 2011) la cual, en su artículo 268, estableció la posibilidad de emitir TES B para el manejo monetario y cambiario, con lo cual el gobierno nacional, finalizando 2012, anunció la emisión por \$4 billones en tres años para esos propósitos⁶¹.

Cabe mencionar que la emisión de TES B, según lo estableció la Ley 51 de 1990, no afecta el cupo de endeudamiento de la Nación. El problema que surge con los TES de regulación es que entran a competir con el resto de TES y eso incrementa sus tasas de interés, con el respectivo efecto negativo sobre la política fiscal.

A ello se suma el manejo de la deuda de corto plazo a través de las emisiones de TES, también de los pagarés por los fondos que administra la tesorería y la tradicional forma de ejecución del presupuesto, donde se configura un regazo presupuestal y se genera la denominada deuda flotante, como la diferencia de las cuentas por pagar entre dos vigencias consecutivas.

- 61 Monto que en la vigencia 2013 fue ampliado a cerca de \$8 billones.

Esos diferentes cupos afectan los saldos de la deuda explícita, con lo cual estaremos viendo como, en los próximos años, la deuda del país aumentará; obviamente que dependiendo de los resultados del crecimiento del PIB y el comportamiento de las tasas de interés, que en parte responden a la política monetaria, la capacidad de pago se puede mantener. No obstante, es preciso advertir sobre la vulnerabilidad de la misma, no solo por los efectos internacionales de la crisis europea y norteamericana, sino porque ya se anuncia que la desaceleración de la economía China afectará a las latinoamericanas.

Pero además, el Gobierno viene adquiriendo lo que coloquialmente llamamos “colchones” o espacio fiscal, mediante una serie de operaciones que no son deuda explícita, pero que puede transformarse en ella dependiendo del manejo dado por la Nación. Esto tiene que ver con las pérdidas de apropiación que se incorporan en la siguiente vigencia como un ingreso nuevo.

También con las llamadas vigencias futuras para las cuales el gobierno nacional aprobó cerca de \$38 billones, sin contar con las que se estén originando en el ámbito territorial; adicionalmente, el manejo que se le dé a las asociaciones público privadas incrementarían las deudas contingentes de la Nación –deuda no explícita-, sin contar con la carga pensional y su verdadera cuantificación.

Por lo tanto, la CGR insiste en que el Congreso debe observar de cerca los diferentes cupos que le está otorgando al gobierno nacional, muchos de los cuales no tienen la aprobación y control posterior de la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público, que puede llevar a cuentas alegres y a utilizar en forma desmesurada la opción de los cheques en blanco que se le ha girado. Obviamente, la CGR espera que el gobierno nacional de cabal cumplimiento a la Ley de Sostenibilidad Fiscal y a la regla fiscal recientemente aprobada.

¿Es importante una ley de endeudamiento?

Con la aprobación del proyecto de ley de endeudamiento en 2013, después de pasar las instancias formales, el gobierno nacional amplió en US \$10.000 millones el cupo para celebrar operaciones de crédito público externo e interno, así como operaciones asimiladas a estas, para financiar apropiaciones presupuestales y proyectos de desarrollo económico y social.

Respecto al cupo de endeudamiento y su incidencia en la política fiscal de gestión de la deuda, cabe señalar que es una regla institucional inocua que actualmente no tendría relevancia en la evolución del balance fiscal y la senda de la deuda a PIB. Pues, además, en la práctica el cupo de endeudamiento sólo afecta los préstamos

de la banca multilateral y a una insignificante fracción de la deuda interna, en la medida en que los bonos externos (incluidos los TES Globales) y los TES B, que ocupan el 87% de la deuda total, están excluidos de dicha regla institucional.

Con un cupo de endeudamiento (al 15 de enero de 2013) de US \$1.900 millones, frente un servicio de la deuda externa con destino para la banca multilateral de US\$ 2.000 millones (amortizaciones e intereses), que como ya se comentó, es básicamente donde más tienen incidencia la ley de endeudamiento, se requiere por razones operativas elevar dicho cupo que es congruente, como argumenta el Gobierno, para impulsar proyectos de inversión en infraestructura y de apoyo al sector productivo, la diversificación de las fuentes de financiación, el aprovechamiento de mejores tasas de financiación y mantener el mercado externo como posible fuente de financiación.

Además, la participación de la deuda externa en la deuda total se ha venido reduciendo (actualmente ocupa el 27,7%) y de acuerdo a la política sugerida, es posible que dicha participación siga disminuyendo⁶². Cabe señalar que la deuda contraída con la banca multilateral ocupa actualmente el 44% de la deuda externa y constituye el 12% de la deuda total del GNC. Esto, junto con otros títulos de deuda interna (bonos agrarios, bonos de paz, títulos de reducción de deuda), que ascienden al 13% de la deuda total, serían los flujos asociados que la ley de endeudamiento estaría finalmente aprobando, excluyendo así gran parte de la deuda del Gobierno (87%).

Ahora bien, la evolución del grueso de la deuda a PIB del GNC está fijada por el artículo 364 de la Constitución Política, según el cual “(...)el endeudamiento interno y externo de la nación y de las entidades territoriales no podrá exceder su capacidad de pago”, regulado esto por la Ley 358 de 1997...”El Gobierno demostrará la mencionada capacidad mediante el análisis y las proyecciones, entre otras de las cuentas fiscales del Gobierno y de las relaciones saldo y servicio de la deuda/PIB tanto para el endeudamiento interno como externo, al igual que el saldo y el servicio de la deuda externa/exportaciones”.

Sumado a lo anterior, esta la regla fiscal (Ley 1473 de 2011), la cual fija una senda decreciente del déficit en el balance fiscal estructural hasta llegar en 2022 a un déficit de 1% del PIB y una deuda neta del 24,5% del PIB. Esto, soportado, a su vez, con la inclusión del criterio de Sostenibilidad Fiscal en la Constitución Política (Acto Legislativo 03 de 2011).

•• 62 La participación óptima de la deuda externa sería del 14% (deuda interna 86%). Reportes de Hacienda. “perfil óptimo de la deuda colombiana”. Ministerio de Hacienda. Septiembre 26 de 2012

Teniendo esto como marco normativo para garantizar la sostenibilidad de la deuda, el Gobierno establece la política de ingresos y gastos para cumplir con tal propósito, lo cual queda consignado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, el Marco de Gasto de Mediano Plazo, los planes financieros anuales y los presupuestos generales de la Nación.

En el contexto de la discusión de los anteriores instrumentos, es que el Honorable Congreso discute efectivamente el nivel de endeudamiento del GNC, lo cual está determinado por variables fundamentales como la evolución de los gastos (presupuesto general), el nivel de ingresos (política tributaria), el crecimiento económico, el comportamiento de la tasa de interés de la deuda (que a su vez está vinculado con la política monetaria interna y externa y el riesgo país), la tasa de cambio, las asunciones y las privatizaciones⁶³.

Por lo tanto, es importante replantear el rol de la ley de endeudamiento y dotarla de un papel más focalizado y activo, no solo en cuanto a asegurar la sostenibilidad de la deuda, sino en el objetivo de evaluar el impacto de la asignación de recursos, obtenidos mediante empréstitos externos e internos, en la provisión de bienes públicos, en el bienestar y la aplicación de las políticas públicas.

- 63 Los cambios de la deuda en un momento del tiempo ($bt-bt-1$) es igual al déficit total, que a su vez se descompone en déficit primario y el pago de intereses ($dpt + itbt-1$), esto es:

$$bt-bt-1 = dpt + itbt-1$$

El déficit primario (dpt) es el gasto corriente menos el ingreso (tributos). Dividiendo por el PIB nominal y reagrupando términos se llega a la ecuación de sostenibilidad, adicionándose Z_t por efecto de la discrepancia estadística entre stocks y flujos por efectos cambiarios, y otras variables como privatizaciones, uso del portafolio ó el señoreaje:

De acuerdo a esto, la deuda sobre PIB crece (>0) si aumenta la tasa de interés real de la deuda r , si disminuye el crecimiento económico n , si se eleva el déficit primario dpt , ó si hay una devaluación real e , la cual tiene un impacto en la tasa de interés y el saldo de la deuda externa expresada en pesos. Los efectos de la tasa de interés y el crecimiento se amplifican por el nivel de la deuda total del periodo anterior $bt-1$. La deuda a PIB aumenta también con la deuda garantizada (asunciones) y decrece con el señoreaje, las privatizaciones, la financiación a través del portafolio, lo cual junto con la discrepancia estadística se incluyen en Z_t .