

Situación de la Deuda Pública 2018

CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA

Carlos Felipe Córdoba Larrarte
Contralor General de la República

Ricardo Rodríguez Yee
Vicecontralor General de la República (E)

Carlos David Castillo Arbeláez
Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas

Martha Angélica Martínez Piraquive
Contralora Delegada Infraestructura Física y Telecomunicaciones, Comercio Exterior y Desarrollo Regional

Gabriel Romero Sundheim
Contralor Delegado para el Sector Agropecuario

Ricardo Rodríguez Yee
Contralor Delegado para el Sector de Minas y Energía

David José Valencia Ocampo
Contralor Delegado para Gestión Pública e Instituciones Financieras

Julio Cesar Cárdenas Uribe
Contralor Delegado para el Sector Social

Sebastian Montoya Mejía
Contralor Delegada para el Sector Defensa, Justicia y Seguridad (E)

Walfa Constanza Téllez Duarte
Contralora Delegada para el Medio Ambiente

Soraya Vargas Pulido
Contralora Delegada para Investigaciones, Juicios Fiscales y Jurisdicción Coactiva

Luis Carlos Pineda Téllez
Contralor Delegado para Participación Ciudadana

María Fernanda Rangel Esparza
Directora Oficina de Planeación

Gladys Rubiela Rodríguez Martínez
Directora de Oficina de Sistemas e Informática

Diego Esteban Ortiz Delgado
Director Oficina de Control Interno

Orlando Velandia Sepulveda
Director Oficina de Control Disciplinario

Julian Mauricio Ruiz Rodríguez
Director Oficina Jurídica

Tania Marcela Hernández Guzmán
Directora Centro de Estudios Fiscales

Rossana Payares Altamiranda
Directora Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Luisa Fernanda Morales Noriega
Gerente del Talento Humano

Sandra Patricia Bohórquez González
Gerente Administrativo y Financiero

Andrés Gustavo Rojas Palomino
Unidad de Apoyo Técnico al Congreso

Claudia Cristina Serrano Evers
Unidad de Investigaciones Especiales contra la Corrupción

Paula Andrea López Domínguez
Unidad de Cooperación Nacional e Internacional de Prevención, Investigación e Incautación de Bienes (e)

Juan Carlos Gualdrón Alba
Jefe Unidad para el Postconflicto



REPÚBLICA DE COLOMBIA
Contraloría General de la República

Carlos Felipe Córdoba Larrarte
Contralor General de la República

Vicecontralor General de la República (E)
Ricardo Rodríguez Yee

Dirección y coordinación del informe:

Carlos David Castillo Arbeláez
Contralor Delegado para Economía y Finanzas Públicas

Libia Yolima Poveda Riaño
Directora de Cuentas y Estadísticas Fiscales

Eduardo Enrique Rodríguez Ruiz
Coordinador de Gestión

Elaboraron el presente informe:
Miguel Ángel Gómez Velásquez
Miguel Alfonso Montoya Olarte
Luz Dary Cruz Piñeros
Blanca Mireya Guevara Samacá
Eduardo Enrique Rodríguez Ruiz

Estadísticas de deuda pública:
Luz Dary Cruz Piñeros
Marcel David Malagón Gómez
Gloria Patricia Orozco Forero
Luz Mery Vargas Camargo

Asesoría y Revisión Técnica
Beethoven Herrera Valencia

Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Rossana Payares Altamiranda
Directora Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Edición y diagramación:
Edgar Giovanni Zuleta Parra

Diseño de cubierta
Néstor Adolfo Patiño Forero

Contraloría General de la República
Carrera 69 No 44-35
PBX: (57) 1 - 5187000
Código postal: 111071
Bogotá D.C., Colombia
Julio de 2019
www.contraloria.gov.co

Contenido

Presentación.....	11
Introducción.....	19
Capítulo I	
Contexto internacional y local.....	21
1.1 Contexto económico mundial.....	21
1.2 La situación de los países latinoamericanos.....	25
1.3 Colombia en 2018.....	31
Capítulo II	
Deuda del Sector Público Colombiano.....	39
2.1 Saldos de la deuda del Sector Público Colombiano (SPC).....	39
2.2 Deuda del sector público respecto al PIB.....	43
2.3 Deuda externa del Sector Público Colombiano.....	47
2.4 Deuda interna del Sector Público Colombiano.....	53
Capítulo III	
Deuda del Gobierno Nacional Central.....	57
3.1 Evolución y resultados de la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC).....	57
3.2 Deuda externa del Gobierno Nacional Central.....	66
3.2.1 Saldos e indicadores.....	66
3.2.2 Contratación de deuda externa.....	72
3.2.3 Servicio de la deuda externa 2018.....	74
3.2.4 Perfil de la deuda externa	75
3.2.5 Operaciones de manejo de deuda externa 2018.....	76
3.3 Deuda interna del Gobierno Nacional Central.....	78
3.3.1 Saldos e indicadores.....	78
3.3.2 Emisiones de TES B.....	84
3.3.3 Servicio de la deuda interna.....	88
3.3.4 Perfil de los TES B.....	89
3.3.5 Operaciones de manejo de deuda interna 2018.....	91
3.3.6 Tenedores de TES B.....	94
3.3.7 TES B en el portafolio de los Fondos de Inversión Extranjera 2010-2018.....	102

Capítulo IV

Deuda de las entidades descentralizadas por servicios.....109

4.1 Empresas del sector minero.....	114
4.1.1 Ecopetrol S.A.....	115
4.1.2 Refinería de Cartagena (Reficar S.A.).....	121
4.1.3 Otras empresas del Grupo Ecopetrol.....	122
4.2 Empresas del sector energético.....	123
4.2.1 Empresas Públicas de Medellín (EPM).....	128
4.2.2 Grupo Empresa de Energía Bogotá S.A. E.S.P.....	131
4.2.3 Transportadora de Gas Internacional (TGI).....	132
4.2.4 Empresas Municipales de Cali (Emcali).....	132
4.3 Sector Financiero.....	133
4.4 Sector Transporte.....	136
4.4.1 Metro de Medellín.....	137
4.5 Sector Agropecuario y Corporaciones Autónomas Regionales...	138
4.6 Sector Telecomunicaciones.....	140
4.6.1 UNE EPM -TIGO S.A.....	141
4.7 Sector Educación.....	141
4.8 Sector Seguridad Social.....	143

Capítulo V

Deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales.....145

5.1 Estructura de la deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales..	147
5.2 Prestamistas.....	151
5.3 Servicio de la deuda.....	153
5.4 Algunos casos seleccionados.....	155
5.4.1 Antioquia.....	155
5.4.2 Cundinamarca.....	157
5.4.3 Atlántico.....	158
5.4.4 Valle del Cauca.....	159
5.4.5 Medellín.....	160
5.4.6 Barranquilla.....	161
5.4.7 Girón y Palmira.....	163

Capítulo VI

Sostenibilidad de la deuda del GNC.....167

6.1 Sostenibilidad en el corto plazo.....	168
6.2 Sostenibilidad en el largo plazo.....	170

Conclusiones.....175

Referencia bibliográfica.....177

Cuadros

Capítulo I

Cuadro 1-1 Tasa inflación: países Latinoamericanos.....	27
Cuadro 1-2 Tasas de cambio fin de periodo: países latinoamericanos.....	28
Cuadro 1-3 Principales indicadores económicos de Colombia 2014-2018.....	37

Capítulo II

Cuadro 2-1 Deuda del Sector Público Colombiano 2014-2018.....	41
Cuadro 2-2 Saldos de la deuda interna y externa del Sector Público Colombiano.....	42
Cuadro 2-3 Servicio de la deuda pública 2018.....	43
Cuadro 2-4 Saldos de la deuda externa del sector público.....	48
Cuadro 2-5 Saldos de la deuda externa por prestamista 2017-2018.....	49
Cuadro 2-6 Servicio de la deuda pública externa 2018.....	50
Cuadro 2-7 Indicadores de la deuda externa del Sector Público Colombiano.....	51
Cuadro 2-8 Deuda interna del Sector Público Colombiano.....	53
Cuadro 2-9 Deuda interna del Sector Público Colombiano por prestamista..	54
Cuadro 2-10 Servicio de la deuda pública interna 2018.....	55

Capítulo III

Cuadro 3-1 Saldos de la deuda del GNC por tipo de contrato 2014-2018...	58
Cuadro 3-2 Descomposición de la variación deuda a PIB del GNC en 2018..	60
Cuadro 3-3 Portafolio de deuda del GNC: composición por tasas 2014-2018..	63
Cuadro 3-4 Vida media de la deuda del GNC.....	64
Cuadro 3-5 Servicio de la deuda del GNC 2014-2018.....	65
Cuadro 3-6 Servicio de la deuda del GNC: algunos indicadores.....	66
Cuadro 3-7 Saldos de la deuda externa del GNC por agente prestamista...	67
Cuadro 3-8 Deuda externa del GNC: principales prestamistas 2017-2018...	68
Cuadro 3-9 Evolución de la calificación de la deuda soberana de Colombia..	72
Cuadro 3-10 Contrataciones externas del Gobierno Nacional Central 2018..	73
Cuadro 3-11 Bonos emitidos – octubre 2018.....	77
Cuadro 3-12 Características de los bonos recomprados.....	77
Cuadro 3-13 Deuda interna del Gobierno Nacional Central.....	79
Cuadro 3-14 Evolución de la deuda del GNC y participación de los TES B...	80
Cuadro 3-15 Características del portafolio de TES B a diciembre de 2018...	81
Cuadro 3-16 Colocaciones mensuales de TES B - 2018.....	86
Cuadro 3-17 Tasas de corte de subasta de TES B de largo plazo.....	88
Cuadro 3-18 Operación de canje de deuda – octubre de 2018.....	93
Cuadro 3-19 Servicio de la deuda proyectado de los TES B involucrados en la operación de canje de octubre de 2018.....	94
Cuadro 3-20 Saldos de TES B de largo plazo por sectores 2014-2018.....	96
Cuadro 3-21 Tendencias de TES B fondos de inversiones extranjeras.....	97
Cuadro 3-22 Ratios entre las tendencias de distintos sectores respecto a la de los fondos de capital extranjeros	103

Capítulo IV

Cuadro 4-1	Saldos de deuda entidades descentralizadas 2017-2018.....	113
Cuadro 4-2	Saldos de Deuda Grupo empresarial Ecopetrol 2017-2018.....	115
Cuadro 4-3	Créditos Subordinados Ecopetrol AG.....	118
Cuadro 4-4	Contratación de Ecopetrol 2014-2018.....	119
Cuadro 4-5	Intereses causados créditos Reficar S.A.....	122
Cuadro 4-6	Saldos de deuda Sector Energía 2017-2018.....	126
Cuadro 4-7	Contratación de deuda interna 2018.....	127
Cuadro 4-8	Saldos de la deuda de las Empresas Públicas de Medellín.....	129
Cuadro 4-9	saldos de deuda Sector Financiero 2017-2018.....	134
Cuadro 4-10	Créditos de deuda Sector Financiero 2014-2018.....	136
Cuadro 4-11	Saldos de deuda Sector Transporte Nacional 2017-2018.....	136
Cuadro 4-12	Saldos de deuda Sector Agropecuario- CAR 2017-2018.....	139
Cuadro 4-13	Saldos de deuda Sector Comunicaciones 2017-2018.....	140
Cuadro 4-14	Saldos del Sector Educación 2014-2018.....	142

Capítulo V

Cuadro 5-1	Saldo de la deuda del nivel central territorial.....	148
Cuadro 5-2	Deuda externa de los Gobiernos Centrales Territoriales 2018..	149
Cuadro 5-3	Deuda interna de los GCT por tipo de prestamista 2018.....	152
Cuadro 5-4	Créditos otorgados por las INFIS 2018.....	153
Cuadro 5-5	Servicio de la deuda de los GCT 2014-2018.....	154
Cuadro 5-6	Servicio de la deuda de los GCT 2014-2018.....	155
Cuadro 5-7	Atlántico, desembolsos de crédito 2018.....	158
Cuadro 5-8	Valle del Cauca, desembolsos de crédito 2018.....	159
Cuadro 5-9	Desembolsos recibidos por Barranquilla, ADI y Edubar 2018..	162

Capítulo VI

Cuadro 6-1	Sostenibilidad en el corto plazo – deuda del GNC.....	170
------------	---	-----

Gráficos

Capítulo I

Gráfico 1-1 Crecimiento real del PIB (Principales economías).....	22
Gráfico 1-2 Tasas de interés externas de referencia.....	23
Gráfico 1-3 Tasa de los bonos soberanos a 10 años: principales economías..	24
Gráfico 1-4 Crecimiento real del PIB: países latinoamericanos.....	26
Gráfico 1-5 Saldo de la deuda del Gobierno General en países latinoamericanos....	30
Gráfico 1-6 Índice de Bonos de Mercados Emergentes – EMBIG.....	31
Gráfico 1-7 Colombia: Tasa de crecimiento e inflación.....	33
Gráfico 1-8 Tasas de interés.....	34
Gráfico 1-9 Déficit en cuenta corriente.....	35
Gráfico 1-10 Colombia: Tasa de Cambio Representativa del Mercado.....	36

Capítulo II

Gráfico 2-1 Deuda del Sector Público Colombiano 2018.....	40
Gráfico 2-2 Saldos de la deuda del Sector Público Colombiano.....	44
Gráfico 2-3 Deuda y déficit del Sector Público Colombiano 2005-2018.....	45
Gráfico 2-4 Variación de la deuda del Sector Público Colombiano 2018.....	46
Gráfico 2-5 Variación de la deuda externa del Sector Público Colombiano 2018..	49

Capítulo III

Gráfico 3-1 Déficit y deuda del GNC 2005-2018.....	59
Gráfico 3-2 Deuda del Gobierno Nacional Central por tipo 2010-2018.....	61
Gráfico 3-3 Portafolio de deuda del GNC: Composición por monedas.....	62
Gráfico 3-4 Perfil de amortizaciones (diciembre de 2018): concentración de pagos.....	64
Gráfico 3-5 Descomposición del aumento en el saldo de la deuda externa del GNC en 2018.....	69
Gráfico 3-6 Desembolsos de crédito externo por prestamista 2018.....	70
Gráfico 3-7 Bonos externos emitidos por el GNC: tasas diarias de algunas denominaciones.....	71
Gráfico 3-8 Servicio de la deuda externa del GNC - 2018.....	74
Gráfico 3-9 GNC: Perfil de vencimientos de deuda externa.....	75
Gráfico 3-10 Perfil de vencimientos deuda externa por agente prestamista.	76
Gráfico 3-11 Perfil de amortizaciones antes y después de la operación de manejo de deuda externa 2018.....	78
Gráfico 3-12 Tasas de Interés TES B denominados en pesos.....	83
Gráfico 3-13 Tasas de Interés TES B denominados en UVR.....	84
Gráfico 3-14 Tasas de Corte Subasta TES B de corto plazo.....	87
Gráfico 3-15 Servicio de la deuda interna del GNC - 2018.....	89
Gráfico 3-16 GNC: Perfil de vencimientos de los TES B.....	90
Gráfico 3-17 Vencimientos de los TES B en 2019.....	91
Gráfico 3 18 Perfil de amortizaciones Gobierno Nacional, julio y diciembre de 2017.....	92

Gráfico 3-19 Evolución de la participación de los tenedores de TES B.....	101
Gráfico 3-20 Evolución de las tendencias de TES B en poder de los fondos de capital extranjero.....	102
Gráfico 3-21 Participación e Colombia en el JP GBI GD.....	105

Capítulo IV

Gráfico 4-1 Deuda Pública de las entidades descentralizadas por servicios..	110
Gráfico 4-2 Deuda total empresas.....	112
Gráfico 4-3 Mayores niveles de deuda empresas descentralizadas territoriales 2017 - 2018.....	113
Gráfico 4-4 Participación sectorial de la deuda de las empresas 2018.....	114
Gráfico 4-5 Saldos de deuda 2014-2018.....	117
Gráfico 4-6 Perfil de vencimientos Ecopetrol 2018.....	120
Gráfico 4-7 Perfil de vencimientos Reficar S.A.....	121
Gráfico 4-8 Saldos de deuda 2014-2018.....	123
Gráfico 4-9 Saldos de la deuda de las principales empresas del Sector Energía 2014-2018.....	124
Gráfico 4-10 Saldos de deuda pública 2014-2018, Sector Energía.....	125
Gráfico 4-11 Capacidad de generar ingresos para cumplir obligaciones financieras 2018 (Índice).....	133
Gráfico 4-12 Saldos de deuda Sector Financiero 2014-2018.....	135

Capítulo V

Gráfico 5-1 Deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales.....	145
Gráfico 5-2 Deuda interna de los GCT – Principales prestatarios 2018.....	150
Gráfico 5-3 Composición de la deuda externa de los GCT por prestamista- 2018..	151
Gráfico 5-4 Antioquia: Perfil de vencimientos al cierre de 2018.....	157
Gráfico 5-5 Perfil de deuda de Medellín.....	161
Gráfico 5-6 Perfil de vencimientos Barranquilla.....	163
Gráfico 5 7 Municipios no capitales con mayores saldos de deuda.....	164

Capítulo VI

Gráfico 6-1 Variación deuda a PIB, tasa de crecimiento económico y tasa de interés real de la deuda 2008-2018.....	168
Gráfico 6-2 Proyección de la deuda bruta a PIB del GNC.....	172

Presentación

La Contraloría General de la República (CGR) presenta al honorable Congreso de la República de Colombia el informe sobre la Situación de la Deuda Pública correspondiente a la vigencia 2018, dando cumplimiento a las disposiciones contenidas en el artículo 268 de la Constitución Política sobre el registro de la deuda pública de la Nación y de las entidades territoriales, así como lo establecido en las leyes 5 de 1992 y 42 de 1993.

La consolidación de las cuentas fiscales es uno de los principales compromisos asumidos por el Gobierno Nacional en el marco de lo ordenado por la Ley 1473 de 2011, que estableció la llamada Regla Fiscal. Esta medida tenía por objetivo “expedir normas que garanticen la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas y contribuyan a la estabilidad macroeconómica del país” (Art. 1º), para lo cual define unas metas de reducción de déficit, y acorde con ellas se fija un sendero de reducción de la deuda pública (específicamente la del Gobierno Nacional). Por tanto, la evolución de la deuda es uno de los elementos centrales para determinar qué tan exitoso ha sido ese proceso de ajuste.

El presente informe analiza los principales hechos y resultados relacionados con el endeudamiento público durante el periodo 2014-2018, en el cual se recogen los desafíos que debió afrontar la política fiscal tras la crisis producida por la caída en las cotizaciones internacionales del petróleo.

La pronunciada caída en los precios internacionales del petróleo en el segundo semestre de 2014 significó un fuerte choque para economía del país, que se evidenció en un menor crecimiento real de la actividad económica entre 2015 y 2016, una fuerte devaluación del peso colombiano y en el empeoramiento del desbalance externo y fiscal. El incremento en la deuda pública durante esos años reflejó tanto el mayor déficit fiscal como la devaluación de la moneda local (que afecta el saldo de la deuda externa). Después de alcanzar un mínimo de 41,0% en 2012, el saldo de la deuda pública, como porcentaje del PIB, se mantuvo durante el periodo 2015-2017 en un promedio de 56,3%.

El saldo de la deuda pública, medida como porcentaje del PIB, mostró un importante incremento en 2018 al alcanzar el 59,0%. Este aumento se presentó pese a los esfuerzos de ajuste fiscal, que llevaron el déficit del Gobierno Nacional del 3,66% al 3,10% del PIB (cumpliendo con la meta establecida en la Regla Fiscal), aunque no se reflejó en el resultado fiscal del Sector Público No Financiero (SPNF), que entre 2017 y 2018 vio aumentar su desbalance del 2,67% al 2,85% del PIB.

En 2018 la variación de la deuda pública alcanzó un incremento de \$60,66 billones, determinada principalmente por el comportamiento de la deuda del Gobierno Nacional al registrar un aumento de \$59,35 billones. Las entidades públicas del nivel territorial aumentaron su endeudamiento en \$4,58 billones, mientras que las entidades descentralizadas disminuyeron la suya en \$3,27 billones.

Entre los factores que en 2018 afectaron la evolución de la deuda del GNC se encuentran: un contexto internacional menos favorable, la evolución de las diferentes variables económicas internas, sus necesidades de financiamiento, la política de endeudamiento de corto plazo y las operaciones de manejo de deuda realizadas durante el año. Un factor que resultó importante sobre el incremento del saldo de la deuda en 2018 fue la devaluación del peso colombiano que llegó al 8,9%. A continuación, se detalla cada uno de ellos.

Las operaciones de crédito del Gobierno Nacional (y de hecho de todo el sector público colombiano) se vieron favorecidas hasta 2017 por un entorno internacional favorable, impulsado por una política monetaria expansionista implantada tras la crisis de 2008-2009 por los principales bancos centrales de las economías avanzadas. A esto se sumaron las perspectivas favorables en la actividad económica mundial.

La situación en 2018 cambió pues los bancos centrales abandonaron paulatinamente su política expansionista incrementando las tasas de interés de intervención y terminando sus programas de compras masivas de activos. Entre los efectos de la decisión de normalizar la política monetaria en 2018 se encuentra el alza las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo. Con ello se encarecieron los nuevos créditos contratados y aquellos que se pactaron a tasa variable.

Al alza de los intereses debe adicionarse que las perspectivas de crecimiento real se redujeron en gran medida por el efecto negativo de las confrontaciones observadas en el plano comercial internacional. Igualmente, se destacó la mayor volatilidad registrada en los mercados financieros, evidenciada en las fluctuaciones de los principales índices bursátiles y algunos episodios presentados en economías emergentes como Argentina y Turquía.

De tal forma, en la medida que los inversionistas internacionales perciban mayor riesgo en los títulos de deuda de las economías emergentes, considerarán que en esas condiciones no podrían invertir en ellos sus portafolios. Aunque la demanda de los bonos internos y externos

emitidos por Colombia fue alta en 2018, la situación podría variar a futuro dependiendo del comportamiento de los mercados internacionales.

En el frente económico interno, 2018 se caracterizó por una tasa de inflación que convergió al punto medio del intervalo definido por el Emisor, un incremento del desequilibrio externo, un dinamismo de la actividad económica menor al esperado y un aumento de la tasa de cambio. Mientras el primer factor favoreció los resultados fiscales en la medida que ayudó a reducir las tasas de interés, los otros factores se convirtieron en fuentes de preocupación. El mayor desequilibrio en las cuentas externas aumenta la vulnerabilidad de nuestra economía ante choques adversos.

El rebote de la actividad económica en 2018 resultó menor al estimado y se ubicó en 2,57%, con lo que el cumplimiento de las metas de recaudo tributario se logró debido a las medidas extraordinarias tomadas con el fin de extraer mayores recaudos del sector de hidrocarburos. Bajos niveles de crecimiento de la economía crean preguntas sobre la sostenibilidad de deuda pública. Finalmente, la devaluación observada incrementó el servicio de la deuda externa y el saldo de la misma medida en pesos.

Las emisiones de títulos y contrataciones de nuevos préstamos del Gobierno Nacional estuvieron encaminadas a cubrir principalmente sus necesidades de financiamiento. El Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017 se programó con un déficit estimado de \$30,16 billones y pagos por amortizaciones de \$18,18 billones, que junto a otros usos implicaba que el Gobierno necesitaba obtener recursos por \$65,98 billones, para lo cual planificó cubrirlos con \$50,99 billones provenientes de desembolsos y \$14,99 billones de otras fuentes. Tanto las amortizaciones como los desembolsos estimados se referían a endeudamiento de largo plazo. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda el déficit fiscal observado cumplió la meta de 3,1% del PIB.

Por su parte, en 2018 el Ministerio de Hacienda decidió incrementar la emisión semanal de deuda interna de corto plazo en \$50.000 millones, generando un endeudamiento neto positivo para el Gobierno Nacional. Dada la alta demanda por estos títulos, el Gobierno Nacional garantizó una fuente constante de recursos a costa de una presión adicional trimestral sobre su caja. Debe anotarse que el Gobierno emite pagarés de corto plazo para financiarse con los recursos de sus fondos administrados. Los pagarés emitidos en 2018 llegaron a \$16,15 billones, siendo superiores en \$2,55 billones respecto a diciembre de 2017.

Un capítulo importante en los resultados de la deuda son las operaciones de manejo ejecutadas por el Ministerio de Hacienda. Esta entidad viene utilizando de manera reiterada estas operaciones con los títulos de deuda internos y externos cuando enfrenta problemas de caja, los cuales sirven como un mecanismo para recomponer sus pagos hasta el punto de volverlas una política que, mediante un procedimiento rutinario, aplaza montos considerables de los vencimientos dentro de cada vigencia. Aunque por definición una operación de manejo no puede aumentar el saldo de la deuda del gobierno, sí altera el perfil de amortizaciones y la senda de pago de intereses.

En la vigencia de 2018 se realizaron operaciones de canje de TES B por \$12,31 billones de títulos con vencimiento en 2018 (\$6,54 billones) y 2019 (\$5,77 billones). Con bonos externos se realizó un canje por USD 1.000,00 millones con vencimiento en 2019. Desde el punto de vista presupuestal estas operaciones de manejo explicaron los pagos por servicio de la deuda (sobre todo interna) inferiores a los compromisos constituidos.

En las vigencias pasadas, cuando las operaciones de canje de títulos se ejecutaban, el Gobierno liberaba los compromisos respectivos, o si era el caso, realizaba traslados. Sin embargo, durante la vigencia 2018 el Gobierno comprometió dichos recursos y constituyó un rezago por servicio de la deuda por \$10,59 billones. Esto lo hizo mediante la autorización establecida en la Ley de Presupuesto de la vigencia 2019, que le permitió ejecutar gasto del servicio de la deuda con recursos de la vigencia 2018¹, que resultó contraria al principio de anualidad establecido en el Estatuto Orgánico del Presupuesto.

La suma de estos factores generó que al cierre de 2018 la deuda del GNC llegase a los \$468,86 billones, equivalentes al 47,9% del PIB, que se constituyó en el mayor registro histórico de endeudamiento del GNC. Del portafolio de deuda, el 65,0% correspondió a endeudamiento interno y el 35,0% al externo. Esta participación implicó un riesgo cambiario considerable de la deuda del Gobierno Nacional.

El efecto cambiario fue la principal causa de la variación de la deuda externa del Gobierno Nacional. Con el dato de cierre de la deuda externa en dólares y de la Tasa Representativa de Mercado (TRM) se estimó que una devaluación del 1% en 2019 generará un incremen-

¹ Artículo 28 de la Ley 1940 de 2018.

to de la deuda externa por \$1,64 billones. La CGR llama la atención al Gobierno Nacional sobre la conveniencia de llevar la participación de la deuda externa al valor definido en la nueva estrategia de administración de la deuda (23,7%), con el fin de mitigar el riesgo cambiario.

Respecto a la deuda interna, el informe llama la atención sobre la composición de los tenedores de TES B, los cuales constituyen el lado de la demanda del mercado de TES. Esto es importante porque los distintos tipos de inversionistas tienen características diferentes en términos de objetivos, tolerancia al riesgo, estrategias de inversión, restricciones (grado de regulación) e incentivos, por lo cual pueden reaccionar de manera diferente ante choques adversos.

En especial se destacó la alta concentración de TES B denominados en UVR en poder de los fondos de pensiones y cesantías que pasaron de tener el 40,1% a principios de 2010 al 55,5% al cierre de 2018; además de la alta participación de los fondos de capital extranjero en las tenencias totales de TES B, al pasar del 1,0% al inicio de 2010 hasta el 26,4% al finalizar 2018 (\$77,36 billones). Esto último permitió diversificar la base de inversionistas, pero tornó la deuda del Gobierno Nacional más susceptible a choques externos. Una posible salida de los fondos de capital extranjero del mercado de deuda pública interna impactaría las cuentas externas del país y el costo del financiamiento del Gobierno Nacional.

Una de las preguntas clave en el análisis de la deuda del Gobierno Nacional es si resulta sostenible en el largo plazo. De ser así, se traducirá en el cumplimiento pleno en cualquier momento, por parte del Gobierno, del servicio de la deuda generado por los saldos acumulados. De acuerdo con el ejercicio realizado por los técnicos de la Contraloría General de la República, si se cumplen las proyecciones del comité consultivo en materia de crecimiento económico (observado y potencial), tasa de interés de la deuda, tasa de cambio y déficit fiscal, se garantizaría la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional, en la medida en que se reduciría del 49,8%² en 2018 al 35,5% del PIB en 2029.

Las entidades descentralizadas por servicios, en especial, las empresas públicas, aumentaron drásticamente sus niveles de endeudamiento en los últimos años, en un hecho consistente con la ejecución de

2 La diferencia con el dato mencionado anteriormente se debe a la inclusión de los pagarés de la Tesorería (\$16,15 billones) para que el ejercicio sea compatible con los informes del Ministerio de Hacienda.

megaproyectos, dentro de las cuales se destacaron tres casos: Ecopetrol, Reficar y las Empresas Públicas de Medellín (EPM). Así mismo, en el último año, el Fondo Empresarial de la Superintendencia de Servicios Públicos tomó créditos con el fin de cubrir los costos de los subsidios de la empresa Electricaribe.

Ecopetrol se consolidó como la entidad pública con mayor endeudamiento (\$32,93 billones) después del Gobierno Nacional. Es importante tener en cuenta que, aunque la empresa pasa financieramente por un buen momento, mantiene altos niveles de endeudamiento por asumir buena parte de la deuda de Reficar S.A., que la deja con mayor exposición a riesgo cambiario, ya que el nivel más alto se encuentra en la deuda externa. Adicionalmente, la Refinería de Cartagena aún no genera utilidades para el grupo empresarial por lo que Ecopetrol deberá seguir apalancándola financieramente.

Las Empresas Públicas de Medellín (EPM) cerraron 2018 con una deuda de \$13,4 billones. Cabe destacar que la crisis del proyecto hidroeléctrico de Hidroituango se ha venido manifestando en problemas financieros, que se traducen en mayores costos por retrasos en el cronograma e incumplimiento para la puesta en marcha del embalse y de la generación de energía, atención de las comunidades afectadas, atención de infraestructura física del proyecto y recuperación de la obra, lo cual impacta las finanzas de la empresa.

Otro caso importante fue la deuda adquirida por el Fondo Empresarial de la Superintendencia de Servicios Públicos con el fin de apalancar el funcionamiento de Electricaribe. En tal sentido, los dos últimos créditos firmados de 180 días, en virtud de la intervención del Gobierno nacional, dejó entrever la emergencia con la que debieron firmarse para realizar los pagos respectivos y la crisis por la que pasa administrativamente Electricaribe, que de no solucionarse podría dejar sin energía las áreas de influencia de la compañía.

Finalmente, la deuda de los gobiernos centrales territoriales ascendió a \$12,91 billones al cierre del 2018, equivalente a 1,3% del PIB. Respecto a 2017 se presentó un incremento de \$1,86 billones, que resultó consistente con el ciclo electoral de los gobiernos subnacionales, que lleva a los gobernantes locales a endeudarse en la segunda mitad de su periodo de gobierno.

El informe llama la atención sobre algunos casos, destacándose Antioquia por la alta participación de la deuda externa (23,6%) que expone

al departamento a un alto riesgo cambiario (sumado al hecho que no cuenta con ingresos en moneda extranjera que mitiguen este riesgo); Barranquilla por el incremento de la deuda propia del gobierno municipal central, como la adquirida por la Agencia Distrital de Infraestructura y la Empresa de Desarrollo Urbano de Barranquilla, dos de sus entidades descentralizadas; y el departamento del Valle, por el retorno al endeudamiento como mecanismo de financiamiento después del ajuste obligado por el programa de saneamiento fiscal y financiero, que llevo a este departamento a duplicar el saldo de su deuda durante 2018.

Informe sobre la **Situación de la Deuda Pública**

Introducción

La Constitución Política de 1991 le encargó al Contralor General de la República la tarea de llevar el registro de la deuda pública de la Nación y de las entidades territoriales (Artículo 268) y la Ley 42 de 1993, en el parágrafo del artículo 39, estableció la obligación de informar a la Cámara de Representantes el estado de la deuda pública nacional y de las entidades territoriales al finalizar cada año fiscal. Las estadísticas precisas, oportunas y relevantes constituyen un insumo fundamental para los procesos de toma de decisiones individuales y colectivas tanto en el ámbito nacional como en el local e internacional. Los datos y la información son herramientas claves para el buen gobierno y hacen posible que los encargados de la formulación de políticas y el público en general se mantengan informados y asuman la responsabilidad de sus actos.

La desaceleración de la economía mundial, restricciones al comercio mundial y condiciones financieras más restrictivas caracterizaron el ambiente económico internacional, que afectaron los mercados financieros internacionales. Entre los hechos internos que marcaron la evolución de la deuda se encuentran: crecimiento real menor al esperado, inflación controlada, tasas de interés descendentes y devaluación del peso en la última parte del año. Este ambiente económico mundial y local se aborda en el informe en su primer capítulo.

En el segundo capítulo se evalúa el comportamiento de la deuda del Sector Público Colombiano (SPC) en 2018, analizando aspectos como su evolución en los últimos años, su composición, prestamistas y el servicio de la deuda.

En el capítulo tercero se registra la situación del Gobierno Nacional Central, principal prestatario tanto interno como externo del Sector Público. El capítulo cuarto muestra lo sucedido con las empresas públicas, tanto nacionales como territoriales, que fueron las mayores deudoras después del Gobierno Nacional. En el capítulo quinto se presenta la deuda de los gobiernos territoriales.

En el capítulo sexto se evalúa la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional que en 2018 creció frente al PIB. El buen comportamiento de la relación deuda/PIB, en el marco de la Regla Fiscal, requerirá de condiciones macroeconómicas favorables, especialmente un crecimiento económico sostenido.

Capítulo I

Contexto internacional y local

La dinámica de la deuda pública del país no es ajena al desempeño de la economía mundial. El grado de acceso y el costo de este financiamiento externo dependen en gran medida de las condiciones de los mercados financieros internacionales. Pero aun si un país no registrase endeudamiento externo las variables externas resultan determinantes del desempeño de una economía y, a través de este, de los resultados fiscales.

Junto a los aspectos internacionales, los fundamentos macroeconómicos locales influyen en la conformación, evolución y sostenibilidad de la deuda pública. En el estudio del endeudamiento público juegan un papel central, además del desempeño fiscal (resultados del recaudo, nivel de gasto, etc.), las tasas de inflación e interés interna, de cambio y de crecimiento real. Este capítulo se divide en tres partes: en la primera se presentan las condiciones de la economía global en 2018, en la segunda algunas características de las economías latinoamericanas y en la tercera lo ocurrido en el caso colombiano.

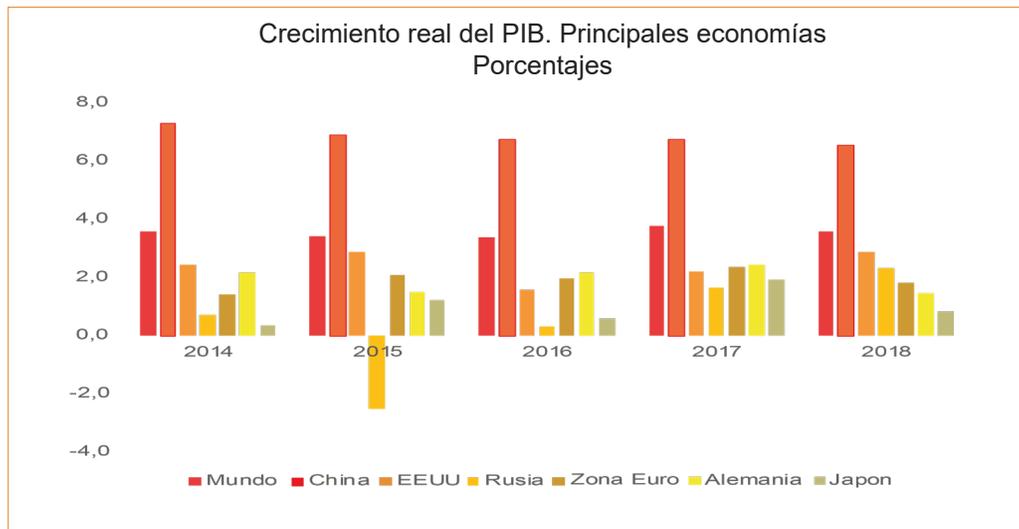
1.1 Contexto económico mundial

Uno de los hechos más relevantes en 2018 fue el cambio en la perspectiva de expansión de la actividad económica mundial. La producción global de bienes y servicios presentó un repunte desde el segundo semestre de 2016 que llevó a que en 2017 se registrara un crecimiento real de la economía mundial del 3,8%. En 2018 el crecimiento real fue muy similar y se situó en 3,6%. La diferencia entre los dos años estriba en que en el último se materializaron durante el segundo semestre diversos riesgos que afectaron las decisiones de los distintos actores económicos y, con ello, la dinámica de la actividad económica futura, conduciendo hacia una reducción del crecimiento de los países desarrollados y de las economías emergentes.

Una de las características del crecimiento económico en 2018 fue la dispersión en el desempeño de las distintas economías (Gráfico 1-1).

Mientras los Estados Unidos mantuvo una sólida trayectoria de crecimiento (2,9% en 2018 frente a 2,2% en 2017) impulsada por el estímulo fiscal; la Zona Euro y Japón registraron una desaceleración de la actividad económica por la caída en la demanda externa y, en el caso del último, por los desastres naturales.

Gráfico 1-1



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial, abril 2019.

En 2017 la explicación al crecimiento de la producción global se afianzaba en la evolución del comercio internacional y en condiciones financieras aún favorables pese a las medidas monetarias restrictivas implementadas por los principales bancos centrales. La situación en 2018 cambió sustancialmente por factores tales como: la materialización del discurso proteccionista en medidas concretas que llevaron a una guerra comercial, la perspectiva menos favorable acerca de las condiciones financieras internacionales, los episodios de inestabilidad en algunas economías emergentes, la incertidumbre y tensión política en diversos países y regiones y factores específicos de cada economía.

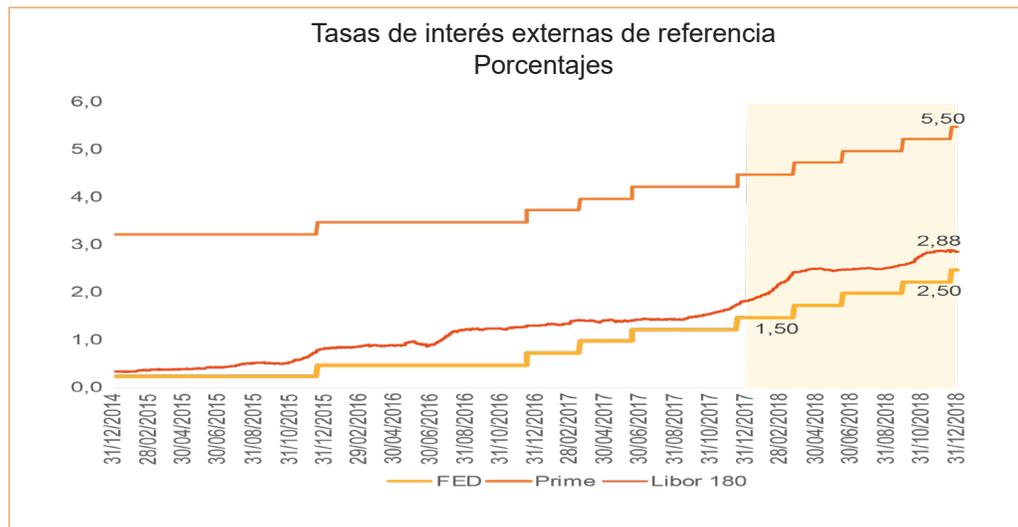
La guerra comercial entre Estados Unidos y China, la renegociación del tratado de libre comercio de Estados Unidos, México y Canadá, y la incertidumbre creada por la salida del Reino Unido de la Unión Europea fueron algunos ejemplos de las tensiones comerciales que se vivieron en 2018. Un comercio internacional más restringido afecta la actividad económica global no solo mediante el incremento de los cos-

tos comerciales por los mayores precios de los productos importados, sino también por sus efectos negativos en la confianza y los planes de los inversionistas, la difusión de la tecnología y el funcionamiento de las cadenas de suministros.

Al considerar el contexto financiero debe, en primer lugar, señalarse que las medidas de normalización de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales de las economías avanzadas se mantuvieron en 2018. En agosto el Banco de Inglaterra aumentó en 25 puntos básicos su tasa de interés, siendo el tercer movimiento de desde 2009. El Banco Central Europeo mantuvo los niveles de sus tasas de interés, aunque anunció la suspensión de su programa de compra de activos desde diciembre de 2018.

El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), de la Reserva Federal de Estados Unidos, realizó a lo largo del año cuatro ajustes en la tasa de interés de los fondos federales incrementándola en 100 puntos básicos, de forma que al finalizar 2018 se ubicaba en un rango de 2,25% a 2,50% (Gráfico 1-2). En respuesta a estas medidas se registró en el año un incremento de 100 puntos básicos en la *Prime Rate* y de 104 puntos básicos en la *Libor* a 180 días.

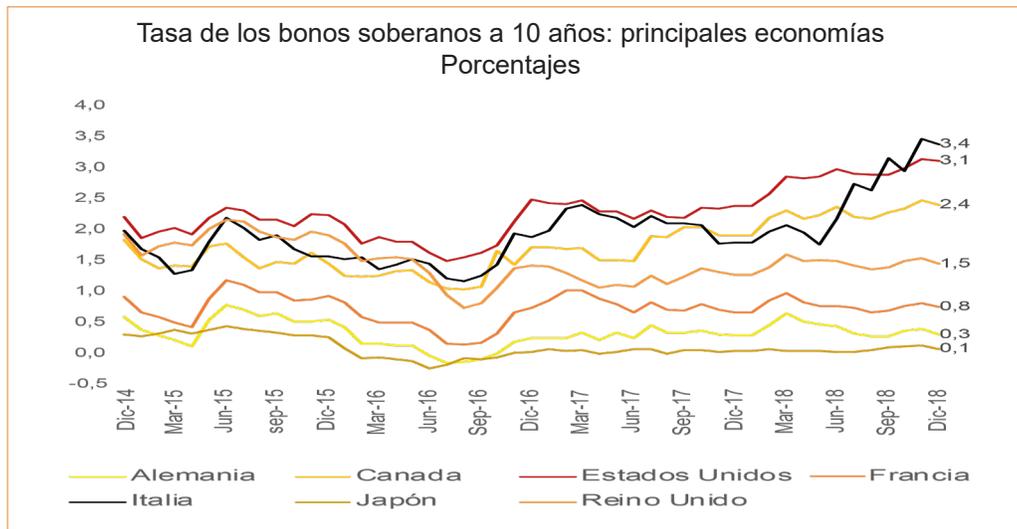
Gráfico 1-2



Fuente: U.S. Federal Reserve – Banco de la República

Las tasas de los bonos de largo plazo de las principales economías avanzadas presentaron incrementos durante el primer trimestre del año y a partir de ese momento su comportamiento fue divergente (Gráfico 1-3). La tasa del bono alemán retrocedió hasta ubicarse en los mismos niveles de fines de 2017, mientras la del bono del Reino Unido fluctuó alrededor del 1,5%. Este comportamiento contrastó con lo sucedido con los bonos del tesoro americanos, que mantuvieron una senda creciente volviendo a mostrar registros por encima del 3,0%. El incremento en las tasas de los bonos de largo plazo de las economías avanzadas aumentó los diferenciales de los bonos soberanos de países emergentes que, unido a la mayor volatilidad financiera, llevó a un menor flujo de inversión en bonos de mercados emergentes en la segunda parte del año³.

Gráfico 1-3



Fuente: OCDE.

El mejor desempeño de la economía de Estados Unidos, que llevó a incrementar los diferenciales de crecimiento y de las tasas de interés, permitió a una fuerte apreciación del dólar de EE.UU. desde abril de 2018. De tal manera, el índice DXY, que permite evaluar el comportamiento de la divisa estadounidense frente a una cesta de otras divisas

³ FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2018, pág. 7.

globales relevantes (el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo), registró para 2018 un aumento de 4,4% frente al cierre de 2017.

Las monedas de los mercados emergentes, en general, se debilitaron frente al dólar. Durante el año se destacaron los casos de Argentina y Turquía que mostraron episodios de fuerte depreciación⁴. La apreciación del dólar impacta la carga y el servicio de la deuda (tanto pública como privada) denominada en esta divisa y es un factor que desincentiva la llegada de inversiones de portafolio a los países emergentes.

Las medidas de normalización de la política monetaria, la reducción del diferencial de tasas entre los países desarrollados y emergentes, la mayor volatilidad de los mercados financieros y un menor dinamismo esperado de la actividad económica mundial representan un desafío para los mercados emergentes. Si además estos presentan fuertes desequilibrios externos o fiscales o un alto nivel de endeudamiento los riesgos aumentan. La conducción de la política económica puede ayudar a mitigar estos riesgos. En el caso de la deuda pública las directrices de la política fiscal deben estar dirigidas a asegurar que los niveles de endeudamiento no creen problemas de sostenibilidad en el momento en que las condiciones financieras externas lleguen a ser aún más restrictivas.

1.2. La situación de los países latinoamericanos

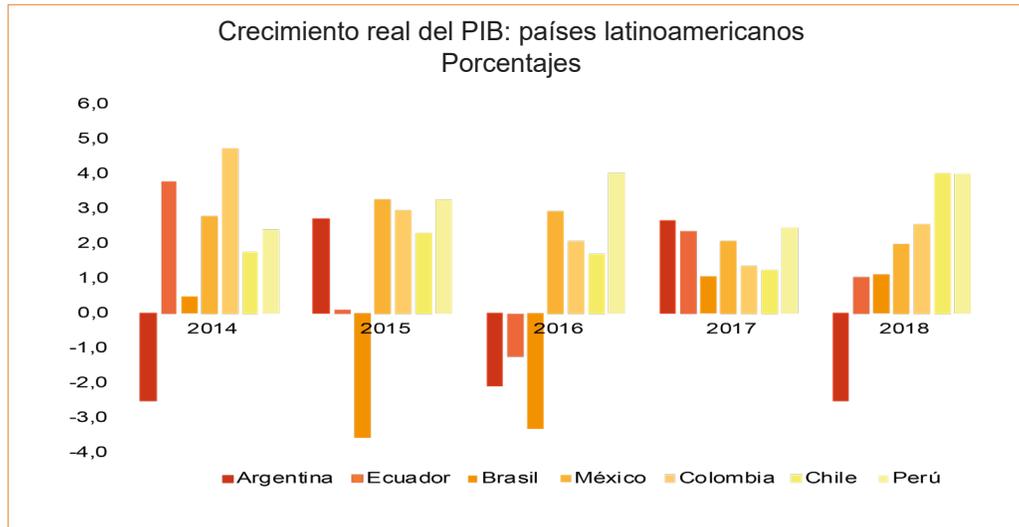
La actividad económica en América Latina registró una desaceleración en 2018. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) la región creció 1,0% en términos reales frente a 1,2% registrado en 2017. En tal sentido, la CEPAL⁵ consideró que este crecimiento se ha sustentado en el dinamismo de la demanda interna, especialmente del consumo privado y la inversión (que de acuerdo con el FMI aumentó en un punto porcentual su participación en el PIB).

⁴ Turquía registró una devaluación del 34,2% en 2018, aunque llegó a mostrar en agosto una devaluación de más del 80,0% respecto al cierre de 2017. Este fuerte debilitamiento de la lira turca respondió a la acumulación de una serie de problemas en esta economía: desequilibrios externos crónicos e incremento del endeudamiento.

⁵ CEPAL. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2018. Santiago de Chile, enero de 2019. Página 10.

Sin embargo, las distintas economías no siguieron el mismo patrón (Gráfico 1-4). Argentina no logró consolidar un proceso de recuperación de su economía y registró una contracción del 2,5% en 2018 generada por el proceso de ajuste fiscal, la crisis cambiaria y la sequía que afectó al sector primario; Brasil y México, por su parte, obtuvieron resultados en términos de crecimiento similares a los registrados en 2017. En ambos casos el ambiente de negocios fue afectado por la incertidumbre creada en los procesos electorales que finalizaron con un viraje en las tendencias políticas de la rama ejecutiva. Entre tanto, Chile y Perú presentaron mejores resultados en 2018 respecto a 2017 por la recuperación de la demanda interna.

Gráfico 1-4



Fuente: FMI- DANE.

Los resultados en términos de inflación de los países de la región fueron también disímiles (Cuadro 1-1)⁶, donde sobresalió la aceleración del incremento de los precios en Argentina (47,6%) en respuesta a la devaluación del peso, el aumento en las tarifas de los servicios públi-

⁶ Para los indicadores de crecimiento real e inflación no se consideró el caso de Venezuela, cuya crisis se agravó en 2018, acumulando cinco años de contracción. La hiperinflación que sufre dicho país llevó al gobierno a introducir el bolívar soberano, equivalente a 100.000 bolívares fuertes.

cos y el mayor precio internacional del petróleo. Aunque en 2018 Brasil cerró con una inflación del 3,7%, superior al registro de 2017, este resultado se encontró dentro del rango meta fijada por el Gobierno. Perú, por su parte, presentó en 2018 una tasa de inflación superior a la de 2017 impulsada por la recuperación económica y la devaluación de su divisa, mientras que Chile mantuvo la tendencia decreciente de su tasa de inflación.

Cuadro 1-1

**Tasa de inflación países latinoamericanos
Porcentaje**

País	2014	2015	2016	2017	2018
Argentina	23,9	n.d.	36,6	24,8	47,6
Uruguay	8,3	9,4	8,1	6,6	8,0
México	4,1	2,1	3,4	6,8	4,8
Brasil	6,4	10,7	6,3	2,9	3,7
Paraguay	4,2	3,1	3,9	4,5	3,2
Colombia	3,7	6,9	5,8	4,1	3,2
Perú	3,2	4,4	3,2	1,4	2,2
Chile	4,7	4,4	2,8	2,3	2,1
Bolivia	5,2	3,0	4,0	2,7	1,9
Ecuador	3,7	3,4	1,1	-0,2	0,3

Fuente: FMI, WEO abril, 2019

El comportamiento de las divisas de la región correspondió con el fortalecimiento del dólar frente a las monedas de los países emergentes mencionados anteriormente (Cuadro 1-2). De nuevo el caso más notable fue el de Argentina que registró diversos episodios de fuerte depreciación a lo largo del año. Durante el periodo de mayo-junio la moneda argentina registró una devaluación del 33,6%, resultado del desequilibrio en sus cuentas externas (la deuda argentina se encuentra calificada en grado especulativo y mantuvo un alto déficit en cuenta corriente). Aunque el gobierno acudió al FMI logrando mayores recursos con el fin de cumplir con sus obligaciones, esto pareció no ser suficiente para recuperar la confianza en su economía, que sumado a los desajustes macroeconómicos que persistían, llevó al peso argentino a una depreciación del 42,3% durante agosto. Al cierre del año la devaluación del peso argentino era del 99%.

La volatilidad del real brasileño estuvo marcada por los cambios en el entorno internacional y el proceso electoral interno. En México el comportamiento de la tasa de cambio fluctuó en respuesta al nuevo clima comercial internacional (imposición de aranceles al aluminio y el acero y renegociación del acuerdo comercial de América del Norte) y al proceso electoral. Al cierre de noviembre la tasa de cambio se había devaluado en 3,0%, mientras que en diciembre retrocedió en respuesta a la aprobación por parte del legislativo de un paquete económico que incluía un superávit primario del 1,0% y al éxito en la recompra por parte del gobierno mexicano de los bonos emitidos para el financiamiento del aeropuerto de Texcoco, proyecto cancelado por la nueva administración (Cuadro 1-2).

Cuadro 1-2

Tasas de cambio fin de periodo: países latinoamericanos
Porcentajes

Periodo	Peso argentino	Real brasileño	Peso chileno	Peso colombiano	Peso mexicano	Nuevo sol peruano
Diciembre-17	18,93	3,31	615,22	2.984,00	19,73	3,24
Enero-18	19,63	3,16	604,42	2.844,14	18,65	3,22
Febrero-18	20,20	3,24	589,15	2.855,93	18,78	3,26
Marzo-18	20,13	3,32	605,26	2.780,47	18,28	3,22
Abril-18	20,53	3,47	605,74	2.806,28	18,71	3,25
Mayo-18	24,92	3,73	628,33	2.879,32	19,87	3,27
Junio-18	28,06	3,85	647,95	2.945,09	19,63	3,27
Julio-18	27,23	3,73	638,79	2.875,72	18,56	3,27
Agosto-18	38,73	4,17	675,38	3.027,39	19,19	3,30
Septiembre-18	39,85	4,02	661,50	2.989,58	18,81	3,30
Octubre-18	36,68	3,71	693,31	3.202,44	20,24	3,37
Noviembre-18	37,74	3,86	669,43	3.240,02	20,33	3,38
diciembre-18	37,67	3,88	695,69	3.249,75	19,64	3,37
Devaluación anual	99,0	17,2	13,1	8,9	-0,4	4,1

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

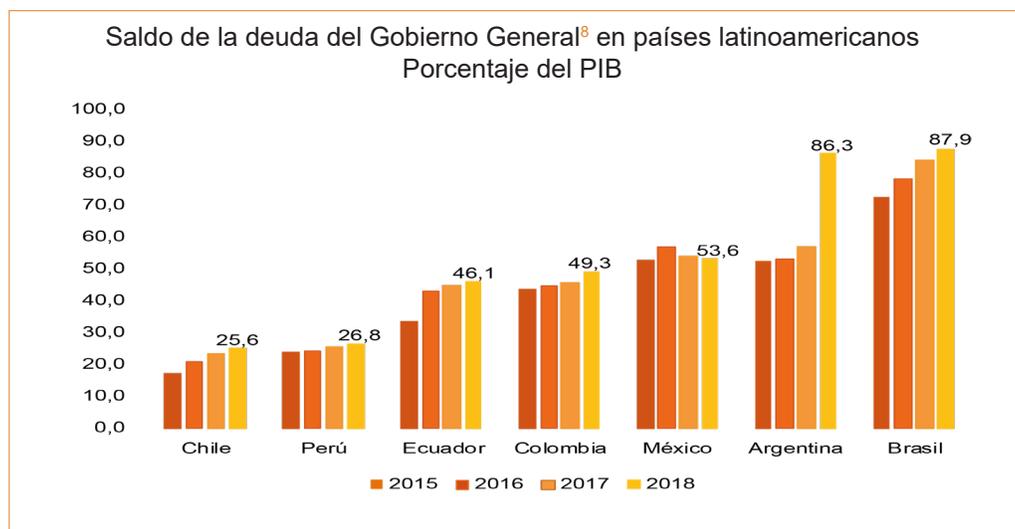
Finalmente, durante 2018 el objetivo de consolidación de las cuentas públicas apareció en las agendas de diversos países latinoamericanos marcando el desarrollo de la política fiscal en la región. Los ingresos fiscales se vieron favorecidos por el repunte de la actividad económica en países como Chile y Perú, la obtención de ingresos extraordina-

rios en Brasil o el incremento de rentas provenientes de industrias extractivas. Además, de acuerdo con la CEPAL⁷, los gastos primarios disminuyeron del 21,1% del PIB en 2017 al 20,9% del PIB en 2018. Sin embargo, los resultados en términos de deuda pública fueron bastante disímiles.

Argentina presentó el mayor incremento del saldo de la deuda del Gobierno General, medido como proporción del PIB (Gráfico 1-5), el cual ascendió a 29,2 puntos porcentuales del PIB debido a la contracción de la actividad económica, la gran devaluación del peso argentino que incremento el saldo de la deuda externa medida en moneda local y los nuevos créditos con el FMI en el marco del acuerdo *Stand-by*. Brasil, por su parte, presentó el indicador deuda del gobierno general a PIB más alto de los países analizados al situarse en el 87,9%, con un incremento de 3,8 puntos porcentuales del PIB, en respuesta a la devaluación del real. Chile y Perú presentaron niveles relativamente bajos de endeudamiento del gobierno general con un incremento en 2018 por la devaluación de sus monedas. En el caso de Chile los buenos resultados fiscales y de la actividad económica moderaron el incremento de la deuda del gobierno general, así en 2018 el indicador subió 2,0 puntos porcentuales del PIB frente a un aumento de 2,5 puntos porcentuales del PIB en 2017.

⁷ CEPAL. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2018, página 81.

Gráfico 1-5



Fuente: FMI- Contraloría General de la República.

El EMBI⁹ de las principales economías latinoamericanas se incrementó en 2018 (Gráfico 1-6), mostrando un aumento de la percepción del riesgo de la región, es decir, que los inversionistas están perdiendo la confianza sobre la evolución de las economías latinoamericanas. El EMBI de la región aumentó 129,3 puntos impulsado por el caso de Argentina. Este país presentó el deterioro más drástico en la confianza con un incremento de 417,8 puntos, mostrando que aún persiste la incertidumbre sobre la evolución de su economía pese al acuerdo firmado con el FMI.

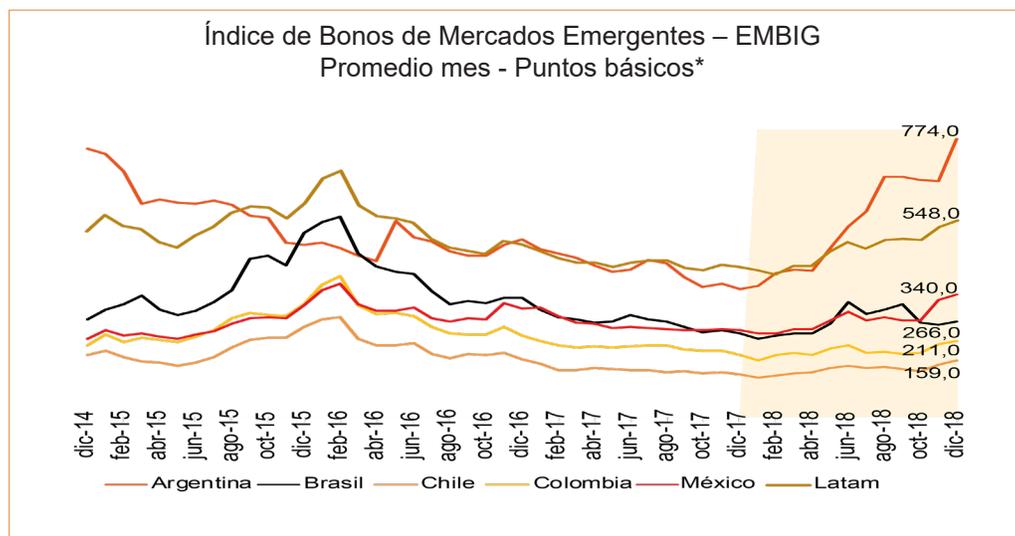
El incremento de 98,2 puntos en el indicador de México fue el segundo más grande de los países analizados y respondió a la incertidumbre acerca del rumbo que tomaría la política económica con el nuevo gobierno. El EMBI de Brasil cerró 2018 en 266,0 puntos, aunque en

⁸ El Gobierno General corresponde al agregado de los gobiernos centrales nacional y local y los fondos de seguridad social.

⁹ Dicho índice mide la sobretasa o rendimiento necesario que deberá pagar el bono de un país respecto al rendimiento de los Bonos del Tesoro de EE.UU., considerados libres de riesgo.

el transcurso del año llegó a tener registros por encima de 300 puntos, respondiendo a los momentos más críticos del proceso electoral. Cuando el panorama electoral se despejó hacia el candidato de derecha el índice retrocedió.

Gráfico 1-6



*Cien puntos básicos equivalen a uno porcentual.

Fuente: Bloomberg

1.3 Colombia en 2018

En esta sección se presenta la evolución de aquellos factores económicos internos que impactan directamente la evolución del saldo de la deuda pública¹⁰.

Inicialmente, cabe señalar que uno de los principales aspectos a considerar en 2018 fue la incertidumbre asociada al proceso electoral que se transmitió al desempeño de los mercados a lo largo del año. En el primer semestre del año se presentaron elecciones tanto del poder legislativo como del ejecutivo. El resultado de las votaciones fue interpretado por algunos analistas como un mensaje de continuidad en el

¹⁰ El comportamiento de las principales variables macroeconómicas del país a lo largo de 2018 se analiza en el primer capítulo del Informe Sobre las Finanzas Públicas.

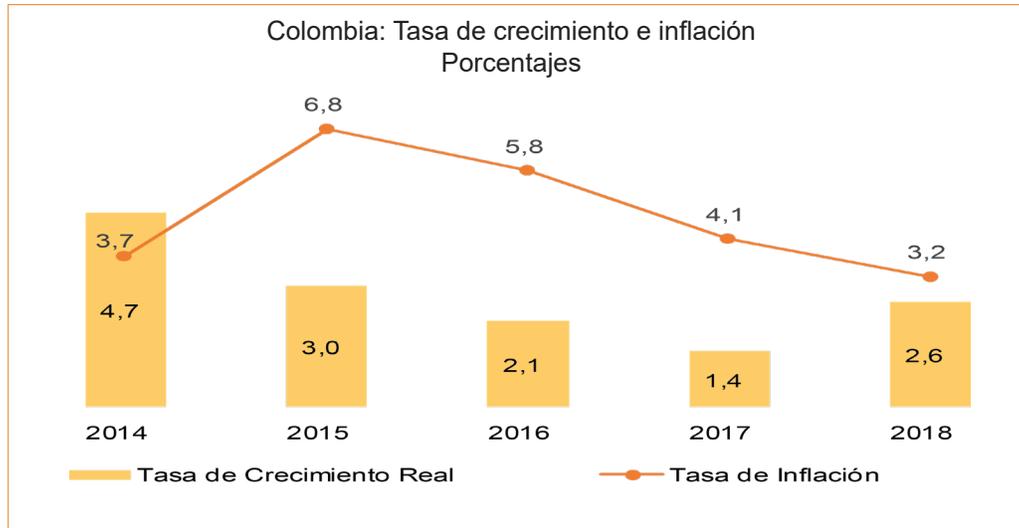
manejo macroeconómico y de garantía que no se presentarían cambios sustanciales en la política económica. El segundo semestre estuvo marcado por la expectativa relacionada a la constitución del nuevo gobierno, el contenido de las reformas propuestas y la capacidad del nuevo ejecutivo de sacarlas adelante en el legislativo.

A partir de 2018 el cálculo del Producto Interno Bruto (PIB) utiliza una nueva base (diciembre de 2015) y presenta una mayor desagregación de las actividades económicas. Esta revisión modificó los diferentes indicadores de endeudamiento que utilizan el PIB como denominador y por ello los resultados que se mostrarán en este informe difieren de los presentados en años anteriores.

La actividad económica repuntó en 2018 alcanzando un crecimiento real del 2,6%, superior al 1,4% de 2017¹¹ (Gráfico 1-7), pero aún por debajo del crecimiento potencial de la economía (estimado por el Banco de la República en 3,5%). Por ramas de actividad sobresalió el desempeño de los sectores de servicios, información y telecomunicaciones (3,0%), actividades profesionales (5,0%) y administración pública (4,2%). Por el lado de la demanda el crecimiento del país en 2018 estuvo sustentado en el crecimiento del consumo del gobierno (5,6%), el consumo privado (3,6%) y una aceleración de la Formación Bruta de Capital (3,5% frente a una caída de 3,2% en 2017).

En 2018 la inflación anual fue del 3,18%, cuyo resultado se enmarcó en el rango meta fijado por el Emisor. Frente al resultado de 2017 se presentó una disminución de 91 puntos básicos (p.b.), mostrando que el incremento en la inflación en la última parte de 2017 se corrigió en 2018. Por grupos de gasto, cuatro de ellos presentaron registros por encima del total nacional: educación (6,38%), salud (4,33%), vivienda (4,13%) y transporte (3,73%). El grupo de alimentos presentó un crecimiento anual de 2,43% (Gráfico 1-7).

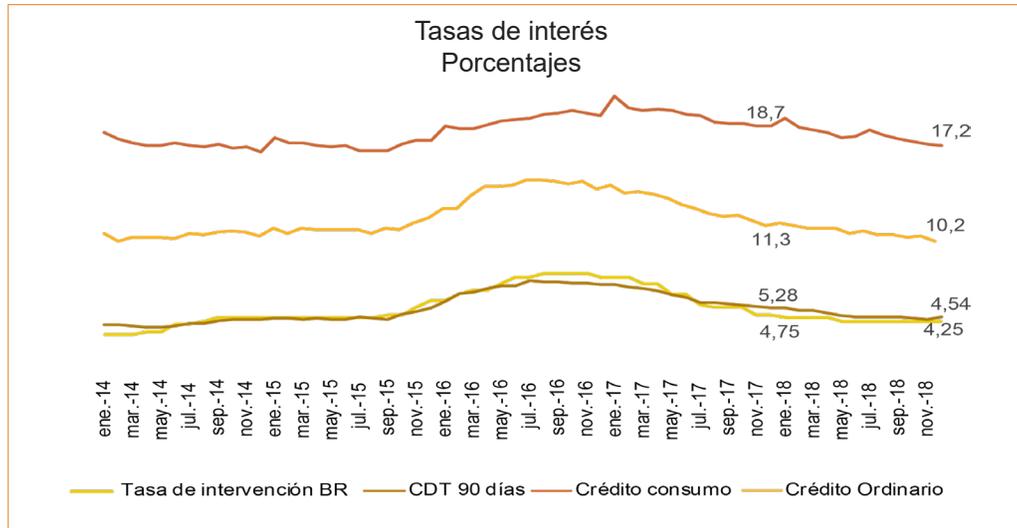
11 Corresponde a los datos de PIB informados por el DANE en mayo de 2019.

Gráfico 1-7

Fuente: DANE.

Acorde con el comportamiento de la inflación y buscando mantener una política expansiva, a lo largo del año el Banco de la República decidió reducir en dos oportunidades su tasa de intervención en 25 puntos básicos cada una. La primera fue en enero, llevando la tasa al 4,5%, mientras que la segunda se hizo en abril cuando la ubicó en un 4,25%. Desde ese momento la tasa de interés de intervención se mantuvo en ese porcentaje. Esta reducción llevó a una caída de las tasas de interés tanto pasivas como activas (Gráfico 1-8).

Gráfico 1-8



Fuente: Banco de la República.

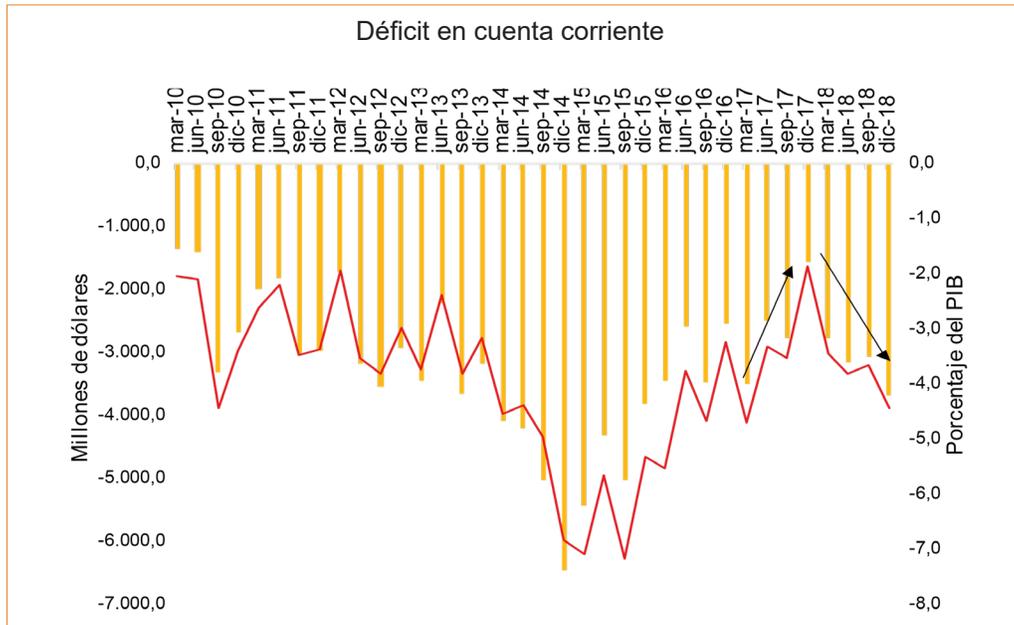
En concordancia con la caída de las tasas de interés y el mejor desempeño de la economía, la cartera bruta presentó un incremento nominal de 6,11%. Al discriminar por tipo de crédito se evidenció un mejor comportamiento de la cartera asociada a los hogares: la cartera de consumo creció 9,2% y la de vivienda lo hizo en 12,1%. En tanto, la cartera comercial, asociada a las empresas, tan solo subió en 3,2%.

En el frente externo, la corrección en el déficit en cuenta corriente que se presentó en 2017, propiciada por los mayores ingresos por exportaciones, se revirtió en 2018 (Gráfico 1-9). De acuerdo con el Banco de la República el déficit en cuenta corriente ascendió a USD 12.660,54 millones en 2018, con un incremento de USD 2.364,23 millones frente al registrado un año atrás. El déficit en la balanza de bienes y servicios llegó a USD 9.125,09 millones, mientras que en 2017 fue de USD 8.487,54 millones. Este crecimiento se debió a que el aumento en el ingreso por exportaciones (USD 5.636,33 millones) fue más que compensado por el incremento en los egresos por importaciones (USD 6.273,68 millones).

El resultado de la cuenta de ingresos factoriales fue deficitario en USD \$11.140,90 millones frente a USD 8.404,54 millones en 2017 a causa de los mayores egresos por las utilidades vinculadas a la inversión extranjera

directa. Finalmente, por transferencias corrientes se presentó un superávit de USD 7.605,46 millones (superior en USD 1.009,50 millones al registrado en 2017) debido al incremento de remesas de los trabajadores.

Gráfico 1-9



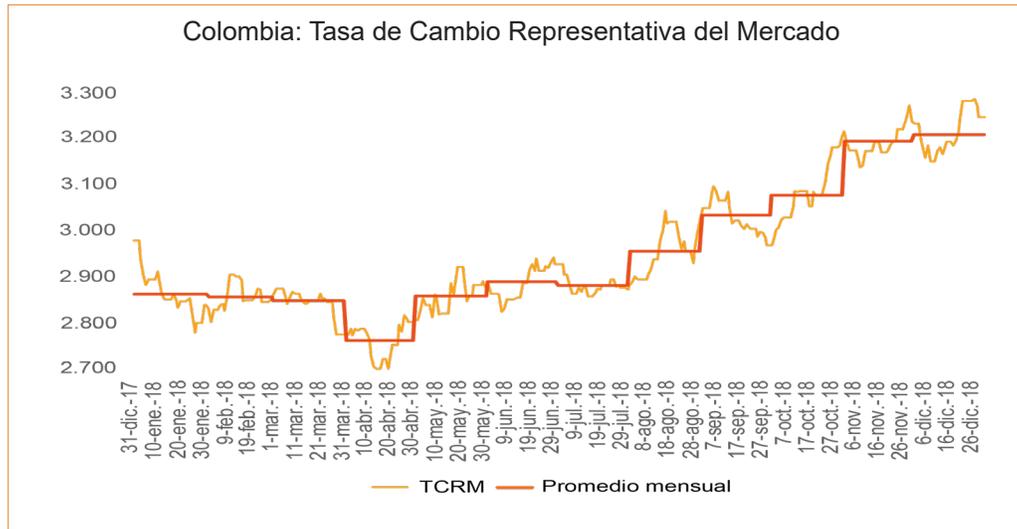
Fuente: Saldos: Banco de la República. Para el cálculo del déficit en cuenta corriente, como proporción del PIB, se utiliza el PIB trimestral sin desestacionalizar y se convierte a dólares utilizando la tasa de cambio promedio del trimestre.

Respecto a la cuenta financiera del país, en 2018 las entradas netas de capital, incluyendo activos de reserva, llegaron a USD 11.981,47 millones. Este resultado fue superior en USD 2.337,10 millones a las registradas en 2017.

La tasa de cambio representativa del mercado (TRM) cerró 2017 en \$2.984,00 y hasta agosto de 2018 la divisa colombiana se mantuvo por debajo de este registro (Gráfico 1-10). De hecho, en los primeros meses del año la TRM mantuvo una tendencia claramente descendente que llevó a tomar una cotización mínima de \$2.705,34, cifra no observada desde julio de 2015. Este comportamiento estuvo soportado por el aumento de los precios internacionales del crudo y la entrada de dólares para el pago del impuesto de renta de los grandes contribuyentes y de las personas jurídicas.

Acorde con el fortalecimiento generalizado del dólar y el desequilibrio de las cuentas externas del país, la TRM empezó a subir hasta sobrepasar los \$3.000 en agosto. En el último trimestre la depreciación se reforzó ante la caída en la cotización internacional del crudo. Al final, la TRM cerró diciembre en \$3.249,75, que al comparar con el cierre de 2017, presentó una devaluación anual de 8,9%.

Gráfico 1-10



Fuente: Superintendencia Financiera.

Finalmente, la evolución de los principales indicadores económicos del país durante el periodo 2014-2018 se presentan en el Cuadro 1-3. Estos incluyen las variables que se utilizarán dentro del análisis de la evolución de la deuda pública colombiana en el presente informe, ya sea como parte de los indicadores o como valores de referencia (Cuadro 1-3).

Cuadro 1-3**Principales indicadores económicos de Colombia 2014-2018**

Concepto	Unidad	2015	2016	2017	2018
PIB Real	Miles de millones de pesos de 2015	804.692	821.489	832.590	853.981
PIB Real	Variación porcentual	2,96	2,09	1,35	2,57
Tasa de inflación	Porcentaje	6,77	5,75	4,09	3,18
Tasa de interés pasiva nominal 1/	Porcentaje	4,58	6,78	5,99	4,71
Tasa de interés activa nominal 2/	Porcentaje	11,34	14,58	13,52	12,11
Tasa de cambio promedio	Pesos / dólar	2.746,47	3.053,42	2.951,15	2.956,55
Devaluación promedio	Porcentaje	37,28	11,18	-3,35	0,18
Tasa de cambio fin de periodo	Pesos / dólar	3.149,47	3.000,71	2.984,00	3.249,75
Devaluación fin de periodo	Porcentaje	31,64	-4,72	-0,56	8,91
Déficit del Gobierno Nacional Central	Miles de millones de pesos	-24.268,59	-34.925,48	-33.635,98	-30.316,00
Déficit del Gobierno Nacional Central	Porcentaje del PIB	-3,02	-4,04	-3,66	-3,10
Déficit del Sector Público No Financiero	Miles de millones de pesos	-27.177,31	-20.693,24	-24.581,87	-27.918,00
Déficit del Sector Público No Financiero	Porcentaje del PIB	-3,38	-2,40	-2,67	-2,85
Exportaciones de bienes y servicios	Millones de dólares	45.998,40	41.861,67	48.137,17	53.773,50
Importaciones de bienes y servicios	Millones de dólares	64.265,62	54.540,60	56.624,91	62.898,59
Balance cuenta corriente	Millones de dólares	-18.564,13	-12.026,87	-10.296,31	-12.660,54
Balance cuenta corriente	Porcentaje del PIB	-6,34	-4,25	-3,30	-3,83
Reservas internacionales netas	Millones de dólares	46.731,11	46.674,63	47.629,04	48.392,92

1/ Tasa para certificados de depósitos a 90 días.

2/ Tasa de colocación total del sistema.

Fuente: DANE – Banco de la República – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Capítulo II

Deuda del Sector Público Colombiano

Este capítulo presenta la evolución del saldo de la deuda del Sector Público colombiano (SPC) durante el período 2014-2018, centrando la atención en los resultados del último año. Los saldos de deuda presentados corresponden al concepto de deuda bruta agregada, en la medida en que no se realiza una consolidación (neteo) de las operaciones de crédito entre entidades públicas. Por ejemplo, no se descuentan los bonos públicos emitidos en manos de otras entidades públicas o los préstamos otorgados por el Gobierno Nacional Central (GNC) a departamentos, municipios o empresas públicas.

Los saldos de deuda se calculan al cierre del periodo respectivo, para lo cual se utilizan los saldos vigentes de los créditos recibidos y el valor nominal de los bonos; para los saldos de la deuda en denominaciones diferentes al peso colombiano se calculan utilizando las tasas de cambio de fin de la vigencia y no se consideran los créditos de tesorería por tratarse de operaciones de corto plazo. Finalmente, cabe señalar que las entidades públicas se clasifican en dos ámbitos geográficos: nacionales y territoriales; mientras que por su naturaleza se dividen en dos grupos: gobiernos centrales y entidades descentralizadas.

El primer apartado muestra los resultados respecto a los saldos de la deuda del SPC, la segunda analiza la evolución del indicador deuda como porcentaje del PIB, la tercera sección se detiene en lo ocurrido con la deuda externa y la última sección presenta lo ocurrido con la deuda interna.

2.1 Saldos de la deuda del Sector Público colombiano (SPC)

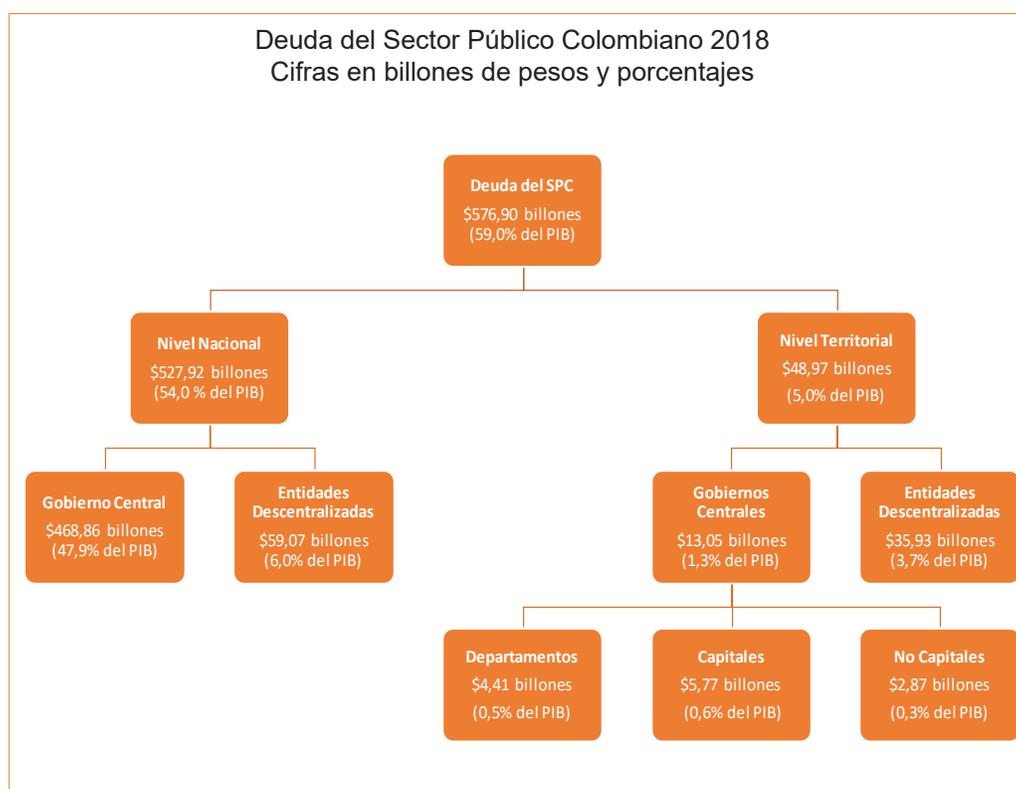
Los registros de la Contraloría General de la República (CGR) muestran que al cierre de 2018 la deuda total del SPC contabilizó \$576,90 billones, equivalentes al 59,0% del PIB (Gráfico 2-1). El endeudamiento de las entidades públicas del nivel nacional alcanzó \$527,92 billones (54,0% del PIB) y las del nivel territorial \$48,97 billones (5,0% del PIB).

El GNC se destacó como el mayor prestatario del SPC, al registrar un saldo de \$468,86 billones (47,9% del PIB); mientras que las entidades descentralizadas por servicios nacionales, que incluyen a las Em-

presas Industriales y Comerciales del Estado (EICE) y las de economía mixta, entre otras instituciones, presentaron un saldo de deuda de \$59,07 billones (6,0% del PIB).

Por su parte, la deuda total de los Gobiernos Centrales Territoriales (GCT) fue \$13,05 billones (1,3% del PIB), mientras que las entidades descentralizadas territoriales alcanzaron un monto de \$35,93 billones (3,7% del PIB).

Gráfico 2-1



Fuente: Contraloría General de la República.

La deuda total del SPC aumentó, en términos nominales, \$60,66 billones (11,7%) entre 2017 y 2018. Las entidades del nivel nacional registraron un incremento de su endeudamiento en \$56,08 billones por la dinámica de la deuda del GNC, que aumentó el saldo de sus acreencias en \$59,35 billones debido a los requerimientos de financiamiento del déficit fiscal de 3,1% del PIB registrado en la vigencia y la devaluación de la tasa de cambio (Cuadro 2-1).

Por su parte, las entidades descentralizadas nacionales presentaron un menor saldo de deuda por \$3,27 billones, que obedeció en gran medida a la disminución de la deuda de Ecopetrol, que por las buenas cotizaciones internacionales del petróleo pudo realizar pagos anticipados de sus títulos de deuda. Como se mencionó, el GNC fue el principal prestatario al mantener el 81,3% del portafolio total de la deuda pública, en tanto las entidades descentralizadas registraron el 10,2% adicional.

Cuadro 2-1

Deuda del sector Público Colombiano 2014 - 2018
Cifras en billones de pesos y porcentaje del PIB

Nivel	Billones de pesos					Variación 2017-2018		Part.		Porcentaje del PIB				
	2014	2015	2016	2017	2018	Absoluta	%	%	2014	2015	2016	2017	2018	
Nivel nacional	344,10	412,37	446,70	471,84	527,92	56,08	11,9	91,5	45,1	51,2	51,7	51,3	54,0	
Gobierno central	295,85	341,92	377,38	409,50	468,86	59,35	14,5	81,3	38,8	42,5	43,7	44,5	47,9	
Entidades descentralizadas	48,25	70,45	69,32	62,34	59,07	-3,27	-5,3	10,2	6,3	8,8	8,0	6,8	6,0	
Nivel territorial	33,85	40,14	40,62	44,39	48,97	4,58	10,3	8,5	4,4	5,0	4,7	4,8	5,0	
Gobiernos Centrales	9,35	11,02	10,69	11,16	13,05	1,88	16,9	2,3	1,2	1,4	1,2	1,2	1,3	
Departamentos	2,92	3,77	3,57	3,82	4,41	0,59	15,3	0,8	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	
Capitales	4,30	4,55	4,54	4,72	5,77	1,04	22,0	1,0	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	
No capitales	2,14	2,70	2,58	2,61	2,87	0,26	9,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Entidades descentralizadas	24,50	29,12	29,94	33,23	35,93	2,70	8,1	6,2	3,2	3,6	3,5	3,6	3,7	
Total sector público	377,95	452,51	487,32	516,24	576,90	60,66	11,8	100,0	49,5	56,2	56,4	56,1	59,0	

Fuente: Contraloría General de la República.

En 2018 el saldo de la deuda del nivel territorial se incrementó en \$4,58 billones (10,3%). Los Gobiernos Centrales Territoriales (GCT) aumentaron su endeudamiento en \$1,88 billones, principalmente por los mayores saldos de deuda de las gobernaciones (sobresaliendo los casos de Cundinamarca, Valle y Atlántico) y de las capitales departamentales (destacándose Barranquilla y Medellín). Las entidades descentralizadas territoriales incrementaron el saldo de su deuda en \$2,70 billones, llamando la atención el aumento de la deuda de Empresas Públicas de Medellín y la Agencia Distrital de Infraestructura de Barranquilla. Los GCT y las entidades descentralizadas territoriales mantuvieron el 2,3% y el 6,2% de la deuda pública total, respectivamente.

Dentro de la deuda total, \$233,16 billones correspondieron a la deuda externa (23,8% del PIB) y \$343,74 billones a la interna (35,2% del

PIB). La deuda externa participó con el 40,4% del endeudamiento total, manteniendo la tendencia decreciente observada desde 2015, cuando se presentó un importante incremento en su participación por la devaluación de la divisa colombiana en 31,6% (calculada con las tasas de fin de periodo utilizadas para convertir los saldos a pesos). La deuda interna representó en 2018 el 59,6% de la deuda total, favorecida por la política del GNC de buscar mayores recursos de financiamiento en el mercado local (Cuadro 2-2). Los detalles de la evolución de la deuda externa e interna del SPC se presentan en las secciones tercera y cuarta de este capítulo.

Cuadro 2-2

Saldos de la deuda interna y externa del Sector Público Colombiano

Año	Billones de pesos			Porcentaje del PIB			Participación %	
	Externa	Interna	Total	Externa	Interna	Total	Externa	Interna
2014	139,13	238,82	377,95	18,2	31,3	49,5	36,8	63,2
2015	202,64	249,87	452,51	25,2	31,1	56,2	44,8	55,2
2016	209,25	278,22	487,46	24,2	32,2	56,4	42,9	57,1
2017	211,90	304,34	516,24	23,0	33,1	56,1	41,0	59,0
2018	233,16	343,74	576,90	23,8	35,1	59,0	40,4	59,6

Fuente: Contraloría General de la República.

En 2018 el servicio de la deuda pública ascendió a \$87,09 billones, equivalente a 8,9% del PIB, mientras que respecto a 2017, cuando el servicio llegó a \$88,48 billones (9,6% del PIB), se presentó una disminución de \$1,39 billones. Las amortizaciones llegaron a \$55,29 billones (5,7% del PIB), las cuales incluyeron las operaciones de canje de TES B y títulos externos realizadas por el GNC en octubre y los prepagos de títulos y créditos de Ecopetrol¹². Por su parte, los gastos por intereses y comisiones se ubicaron en \$31,80 billones, que correspondieron al 3,2% del PIB. Este monto de intereses generó una tasa de interés implícita del 6,2% (calculada sobre el saldo de deuda pública del periodo anterior). En concordancia con la participación en el saldo de la deuda, el servicio de la deuda del nivel nacional llegó a \$76,08 billones y el del nivel territorial a \$11,01 billones (Cuadro 2-3).

¹² Los prepagos de crédito externo de Ecopetrol en 2018 ascendieron a \$1,40 billones frente a \$5,85 billones prepagados en 2017.

Cuadro 2-3**Servicio de la deuda pública 2018**

Nivel	Billones de pesos			Porcentaje del PIB		
	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total
Nivel nacional	46,86	29,22	76,08	4,8	3,0	7,8
Gobierno central 1	36,51	24,28	60,79	3,7	2,5	6,2
Entidades descentralizadas 2	10,35	4,94	15,29	1,1	0,5	1,6
Nivel territorial	8,43	2,58	11,01	0,9	0,3	1,1
Gobiernos Centrales	1,52	0,77	2,29	0,2	0,1	0,2
Entidades descentralizadas	6,91	1,81	8,72	0,7	0,2	0,9
Total sector público	55,29	31,80	87,09	5,7	3,2	8,9

(1) Incluye operaciones de manejo.

(2) Incluye prepago de deuda.

Fuente: Contraloría General de la República.

2.2 Deuda del sector público respecto al PIB

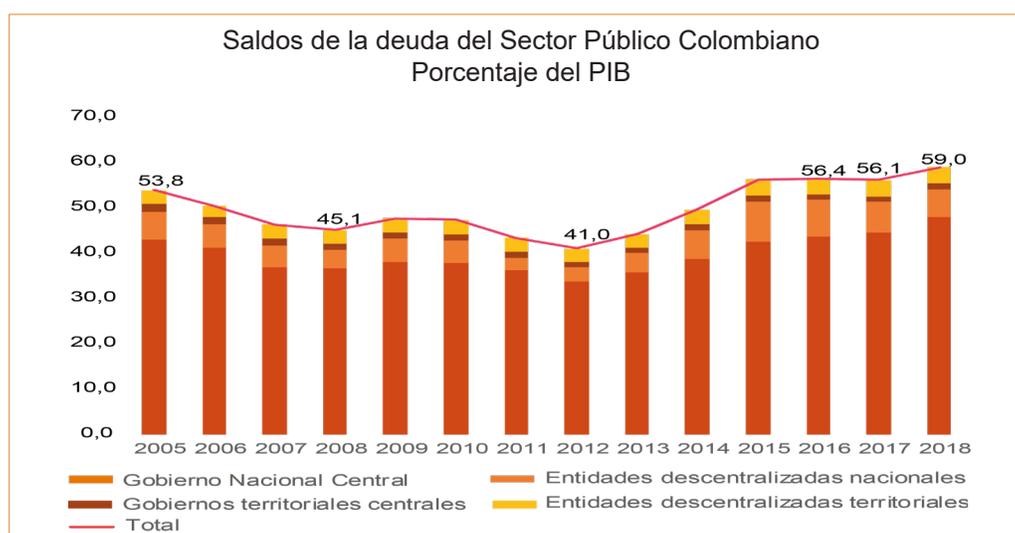
El indicador usualmente utilizado en la caracterización y análisis de la dinámica de la deuda corresponde al coeficiente Deuda Pública a PIB. El mismo compara el *stock* de endeudamiento, bruto o neto, en un determinado momento de tiempo con el flujo de producción en un período de 12 meses. Se considera que un alto nivel de este coeficiente indicaría un gran peso de la deuda sobre la economía, que, si se suma a una tendencia creciente del mismo indicador, sugeriría que las finanzas públicas se encuentran sobre una senda insostenible.

Al cierre de 2018 la deuda del SPC, como proporción del PIB¹³, se ubicó en 59,0%, con un incremento de 2,9 puntos porcentuales (p.p.) del PIB respecto al registro de 2017. La evolución del indicador deuda pública a PIB desde 2005 se muestra en el Gráfico 2-2.

13 Cabe señalar que este cálculo se realiza con los nuevos datos del PIB publicados por el DANE a partir de este año, los cuales tienen como año base 2015. Por ello, este indicador puede diferir respecto a los datos publicados en los informes de deuda de las vigencias anteriores.

Las condiciones favorables llevaron a que el indicador deuda a PIB alcanzase un mínimo de 41,0% en 2012. Los problemas fiscales que conllevó la caída en la cotización internacional del crudo elevaron el indicador y durante el periodo 2015-2017 se mantuvo en un promedio de 56,3%. En 2018, como se señaló, el indicador tuvo un importante incremento acercándose al límite fijado en el Tratado de *Maastricht* de 60%.

Gráfico 2-2



Nota: el indicador se calculó con la nueva serie de PIB base 2015 publicada por el DANE.

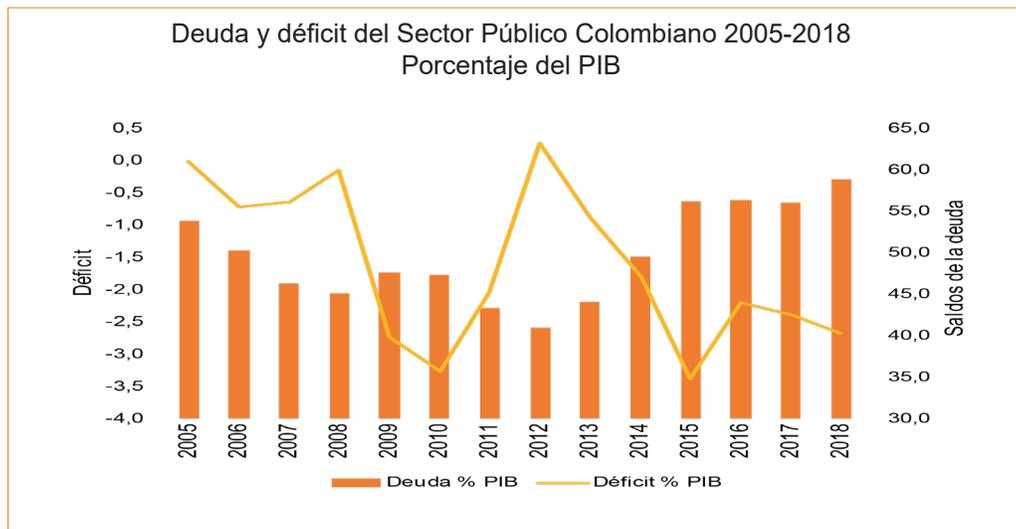
Fuente: Contraloría General de la República.

La dinámica de la deuda pública depende fundamentalmente de la política fiscal¹⁴ —el comportamiento del déficit público y su forma de financiamiento— y la evolución de algunas variables macroeconómicas, tales como las tasas de interés, de inflación y de crecimiento económico real.

Teniendo su origen en el déficit público, el saldo de la deuda es un reflejo de su comportamiento (Gráfico 2-3), mostrando ambas variables, medidas como porcentaje del PIB, una correlación positiva:

14 El análisis del comportamiento de los ingresos y gastos del SPC se puede consultar en el Informe de Situación de las Finanzas Públicas 2018 de la Contraloría General de la República.

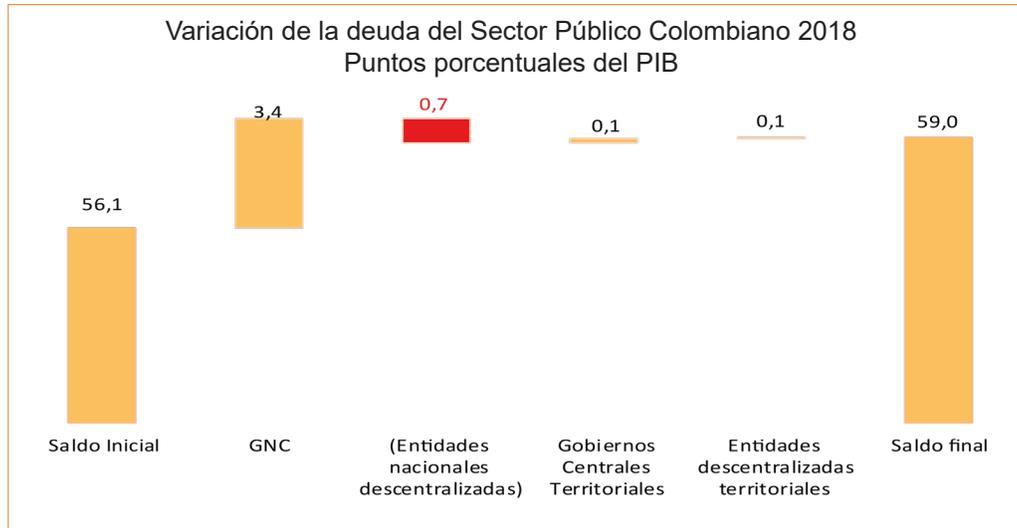
en años de relativo equilibrio fiscal la deuda marcó valores mínimos (2008 y 2012) y cuando el déficit se incrementó la deuda se disparó (2009-2010 y 2015, por ejemplo). En 2018 se presentó un incremento en el déficit del SPC, al pasar de 2,4% del PIB en 2017 a 2,7% en 2018, por lo que el saldo de la deuda, como porcentaje del PIB, registró un importante incremento.

Gráfico 2-3

Fuente: Contraloría General de la República – Ministerio de Hacienda.

Si se detalla un poco el incremento en 2018 del indicador Deuda/PIB, se evidenció que la mayor variación la registró el GNC con un aumento de 3,4 p.p. del PIB, en tanto que las entidades territoriales mostraron un incremento de 0,18 p.p. del PIB, de los cuales 0,12 p.p. fueron de los GCT y 0,06 p.p. de las entidades descentralizadas territoriales. Estos incrementos fueron parcialmente contrarrestados por una caída de 0,74 p.p. del PIB en la deuda de las entidades descentralizadas nacionales (Gráfico 2-4).

Gráfico 2-4



Fuente: Contraloría General de la República.

Un elevado nivel del indicador Deuda/PIB puede ser fuente de riesgo para la estabilidad macroeconómica de un país. Aunque no existe un nivel predeterminado de alerta para este indicador y lo importante es la sostenibilidad de la deuda, límites como el establecido en el Tratado de *Maastricht* (60% del PIB) muestran que el registro del país en 2018 (59,0% del PIB) debe prender las alarmas de las autoridades colombianas¹⁵. No parece deseable fijar directamente metas explícitas para este indicador, en la medida que el nivel de deuda puede verse afectado por factores que escapan del control del Gobierno y el sector público (por ejemplo, la evolución del tipo de cambio), pero si se requiere que el Gobierno no genere déficit fiscales excesivos, so pena que el mercado termine por disciplinar la política fiscal a través del cierre del acceso a las fuentes de financiamiento o del incremento en el costo de éste.

Mantener una senda creciente del indicador deuda a PIB conlleva diversos riesgos para un país. Debe, inicialmente, resaltarse que los distintos países pueden afrontar situaciones muy disímiles, por ejemplo, algunas economías pueden enfrentar problemas con niveles bajos del

¹⁵ Adiciónese a esto la vulnerabilidad de las cuentas externas del país.

indicador deuda a PIB, llevándolos a que en repetidas ocasiones entren en suspensión de pagos o requieran de la reestructuración de sus pasivos, mientras que otras economías pueden mantener altos niveles de deuda durante muchos años sin caer en incumplimiento o en inestabilidad macroeconómica (como el caso de Japón). Se puede advertir que para una economía emergente, como la colombiana, mantener una deuda creciente puede afectar negativamente el crecimiento económico, generar inestabilidad macroeconómica y elevar las tasas de los bonos, encareciendo la deuda y profundizando el problema fiscal.

Uno de los elementos que debe tenerse en cuenta es la percepción que las calificadoras de riesgo puedan tener sobre los niveles actuales de endeudamiento¹⁶. Para los países que tienen acceso a los mercados de deuda externa, la calificación crediticia de inversión dada por estas agencias puede ser una gran ventaja en la medida que se traduce en una reducción del costo del crédito de manera significativa. Si el país llegase a perder este grado de inversión no solo se dificultaría el acceso y se encarecería el crédito al sector público, sino que estos problemas podrían trasladarse al sector privado. Es por ello importante que las autoridades económicas no permitan el desborde de la deuda pública.

2.3 Deuda externa del Sector Público Colombiano

El saldo de la deuda externa del SPC en 2018 ascendió a \$233,16 billones (USD 71.747,60 millones), equivalente a 23,8% del PIB. Las entidades del orden nacional adeudan \$212,00 billones a prestamistas externos (21,7% del PIB), correspondientes al 90,9% de la deuda pública externa total. El GNC fue el mayor prestatario con un saldo de deuda externa de \$164,12 billones. Respecto a las entidades territoriales su deuda externa llegó a \$21,16 billones (2,2% del PIB), concentrándose en las entidades descentralizadas. Como porcentaje del PIB la deuda externa volvió a incrementarse después de descender en 2016 y 2017 (Cuadro 2-4).

16 Calificadoras como *Fitch Ratings* han llamado la atención sobre la necesidad de ajustes fiscales adicionales para garantizar una trayectoria descendente en el indicador deuda / PIB en los próximos años (*Fitch Ratings. Colombia Full Rating Report*, Diciembre 8 de 2018, pág. 6). *Moody's* reconoció los esfuerzos del Gobierno para alcanzar las metas fiscales, pero advirtió sobre la necesidad de esfuerzos adicionales para lograr la consolidación fiscal desde 2020 (*Moody's. Credit Outlook*, Noviembre 8 de 2018 páginas 48-49)

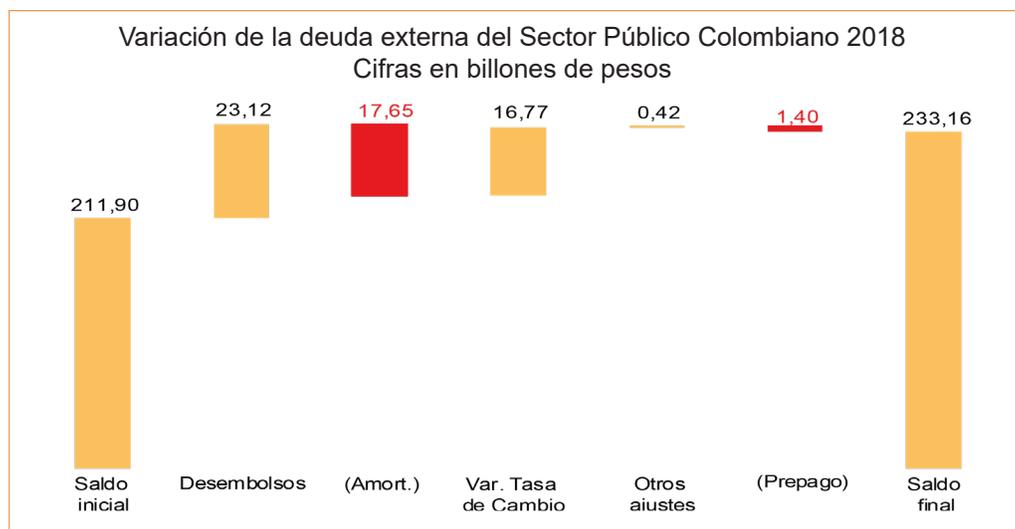
Cuadro 2-4

Saldos de la deuda externa del sector público
Cifras en billones de pesos

Nivel	Billones de pesos				Variación 2017-2018		Partic. %	Porcentaje del PIB			
	2015	2016	2017	2018	Absoluta	%		2015	2016	2017	2018
Nivel nacional	186,65	191,58	192,98	212,00	19,02	9,9	90,9	23,2	22,2	21,0	21,7
Gobierno central	129,59	134,08	142,67	164,12	21,45	15,0	70,4	16,1	15,5	15,5	16,8
Entidades descentralizadas	57,06	57,50	50,31	47,88	-2,43	-4,8	20,5	7,1	6,7	5,5	4,9
Nivel territorial	15,99	17,67	18,92	21,16	2,24	11,8	9,1	2,0	2,0	2,1	2,2
Gobiernos Centrales	2,73	2,51	2,33	2,27	-0,06	-2,5	1,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Departamentos	0,59	0,56	0,53	0,52	-0,01	-2,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Capitales	2,14	1,95	1,79	1,74	-0,05	-2,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2
No capitales											
Entidades descentralizadas	13,25	15,16	16,60	18,89	2,30	13,9	8,1	1,6	1,8	1,8	1,9
Total sector público	202,64	209,25	211,90	233,16	21,26	10,0	100,0	25,2	24,2	23,0	23,8

Fuente: Contraloría General de la República.

Respecto a 2017, la deuda pública externa se incrementó en \$21,26 billones (10,0%), determinada por el aumento de la deuda externa del GNC (\$21,45 billones), mientras que el resto del SPC tuvo una variación negativa de \$189.152,98 millones. La variación mencionada en el saldo de la externa (\$21,26 billones) resultó de desembolsos por \$23,12 billones, amortizaciones por \$17,65 billones y prepagos de deuda por \$1,40 billones, con lo que se generó un endeudamiento neto de \$4,02 billones. Además, se presentaron ajustes por variación de tipo de cambio por \$16,77 billones y ajustes contables por \$424.715,11 millones (Gráfico 2-5).

Gráfico 2-5

Fuente: Contraloría General de la República.

Al cierre de 2018 la deuda externa del SPC ascendió a USD 71.747,60 millones (Cuadro 2-5), que al comparar con 2017 se presentó un incremento de USD 735,45 millones. Los bonos emitidos en el exterior representaron el 54,2% de la deuda externa y los créditos otorgados por las entidades multilaterales el 31,3% del total. Completan la lista de acreedores la banca comercial (7,2%), la banca de fomento (4,1%) y los préstamos de gobiernos (3,2%).

Cuadro 2-5

Saldos de la deuda externa por prestamista 2017-2018
Cifras en millones de dólares

	2017	Participación %	2018	Participación %	Diferencia
Tenedores de bonos	40.818,82	57,5	38.901,73	54,2	-1.917,09
BIRF	10.090,93	14,2	10.832,68	15,1	741,75
BID	9.072,00	12,8	9.488,58	13,2	416,58
Otras multilaterales	1.788,96	2,5	2.149,96	3,0	361,00
Banca comercial	4.517,45	6,4	5.145,91	7,2	628,46
Banca de fomento	2.738,51	3,9	2.915,53	4,1	177,02
Gobiernos y otros	1.985,49	2,8	2.313,22	3,2	327,73
Total	71.012,15	100,0	71.747,60	100,0	735,45

Fuente: Contraloría General de la República.

El servicio de la deuda externa se situó en \$29,49 billones durante 2018, que significaron el 3,0% del PIB. Las amortizaciones alcanzaron los \$19,23 billones¹⁷ (2,0% del PIB), de las cuales \$1,40 billones correspondieron a prepagos de deuda. Los gastos por intereses y comisiones se ubicaron en \$10,25 billones, equivalentes al 1,0% del PIB. El mayor pago por servicio de la deuda externa se presentó en las entidades del orden nacional con \$23,02 billones, mientras el sector territorial realizó pagos por \$6,46 billones (Cuadro 2-6).

Cuadro 2-6

Servicio de la deuda pública externa 2018
Cifras en billones de pesos y porcentajes

Nivel	Amortizaciones 1/	Intereses y comisiones	Total	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total
	Billones de pesos			Porcentaje del PIB		
Nivel nacional	13,82	9,20	23,02	1,4	0,9	2,4
Gobierno central	6,04	6,62	12,66	0,6	0,7	1,3
Entidades descentralizadas	7,78	2,58	10,36	0,8	0,3	1,1
Nivel territorial	5,41	1,05	6,46	0,6	0,1	0,7
Gobiernos centrales	0,22	0,12	0,34	0,0	0,0	0,0
Entidades descentralizadas	5,19	0,93	6,12	0,5	0,1	0,6
Total sector público	19,23	10,25	29,49	2,0	1,0	3,0

1/ Incluye amortizaciones (\$17,65 billones), prepagos (\$1,40 billones) y ajustes a amortizaciones (\$0,18 billones).
Fuente: Contraloría General de la República.

De acuerdo con los registros del Banco de la República, en 2018 la deuda externa total (pública y privada) ascendió a USD 131.744,41 millones, de los cuales USD 110.994,95 millones correspondieron a deuda de largo plazo. La deuda externa del SPC perdió participación respecto a la deuda externa total, al pasar del 57,1% en 2014 a 54,5% en 2018. Respecto a la deuda externa de largo plazo la deuda externa del SPC también descendió su participación, al pasar de 66,9% en 2014 a 64,6% en 2018.

¹⁷ Incluyen \$3,20 billones de la operación de canje de títulos externos del GNC de octubre.

A continuación se presenta un conjunto de indicadores para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública externa (Cuadro 2-7). La razón deuda externa a PIB mostró un importante incremento en 2015, debido al mayor financiamiento requerido por el GNC tras la caída en los precios internacionales del crudo, los recursos requeridos por las empresas públicas para financiar sus proyectos de inversión y la marcada devaluación registrada ese año (31,6%). La revaluación de la moneda en 2016 y 2017 y los prepagos en 2017 permitieron disminuir el indicador deuda pública externa a PIB en esos años. Esta caída se revirtió cuando la devaluación de la moneda en 2018 propició el incremento del indicador.

Cuadro 2-7

Indicadores de la deuda externa del Sector Público Colombiano
Porcentajes

Año	Deuda externa/ PIB	Intereses externos/ PIB	Servicio de la deuda/ PIB	Deuda Externa / Exportaciones	Servicio de la deuda externa / Exportaciones	RIN / Deuda pública externa	Amortizaciones / Desembolsos	Amortizaciones / Deuda externa periodo anterior	Intereses / Saldo de la deuda externa del periodo anterior
2014	18,2	0,7	1,5	106,0	9,6	80,5	23,8	5,4	5,0
2015	25,2	1,0	2,2	178,6	16,7	71,9	29,1	5,5	4,8
2016	24,2	1,1	1,8	219,5	15,8	66,2	26,4	3,1	4,7
2017	23,0	1,0	3,3	187,5	27,0	66,4	66,3	9,4	5,3
2018	23,8	1,0	3,0	171,5	23,1	66,7	80,4	8,8	4,8

Fuente: cálculos a partir de CGR – Banco de la República – DANE.

En 2015 la devaluación incrementó el pago de intereses y el servicio de la deuda total; mientras que en los últimos años el pago de intereses se ha mantenido alrededor del 1,0% del PIB; el servicio de la deuda ha tenido un comportamiento más variable, con fuertes incrementos en 2017 y 2018 como efecto del incremento en los pagos por amortizaciones de las empresas públicas y los prepagos de deuda.

El indicador deuda externa a exportaciones mide la carga de la deuda pública externa sobre la capacidad de la economía de generar divisas. Este presentó un crecimiento sostenido entre 2014 y 2016 debido a la caída de las exportaciones colombianas por la disminución de los precios internacionales del crudo. La recuperación de estos precios y la mejor

dinámica de las ventas externas del país llevo al indicador a caer en 2018 a 171,5%, registrando un valor inferior al de 2015, pero sin alcanzar los valores anteriores al desplome del precio internacional del crudo.

La trayectoria de los precios del crudo y su impacto sobre las exportaciones fue uno de los principales factores que explicaron el incremento del indicador servicio de la deuda pública externa a exportaciones entre 2014 y 2015. En 2017 los precios del crudo se recuperaron y con ellos el valor de las exportaciones. Se esperaba que el indicador moderará su incremento, pero esto no sucedió pues llegó a 27,0%, debido a los prepagos de deuda realizados en ese año (USD 1.925,0 millones) y la asunción de Ecopetrol de la deuda de Reficar (USD 2.706,0 millones). Para 2018, con el aumento adicional de las cotizaciones internacionales del crudo, se presentó la caída esperada llegando el servicio de la deuda a representar el 23,1% de las ventas al exterior.

Al observar la ratio de las reservas internacionales netas (RIN), respecto a la deuda pública externa, se muestra como las divisas disponibles del país representaron en 2014 el 80,5% de estos pasivos, mientras que con el incremento del endeudamiento externo y la caída en el saldo de las RIN el indicador llegó a 66,2% en 2016. Con el aumento de las RIN en USD 1.703 millones entre 2016 y 2018, el indicador llegó a 66,7% en 2018. El programa de acumulación de reservas a través del mecanismo de opciones put (USD 400 millones mensuales) del Banco de la República, adoptado a fines de 2018, puede hacer crecer el indicador en 2019.

Las tres columnas finales del Cuadro 2-7 muestran algunos indicadores sobre la dinámica de la deuda pública externa misma. El primero es la razón amortizaciones a desembolsos: si el indicador es igual a 100% hay rotación (*roll-over*) plena de la deuda; si es menor a 100% se renovó la deuda existente y se financió gasto con nueva deuda; y finalmente, si el indicador es mayor a 100% el ente público está disminuyendo su saldo de deuda. Para el SPC el indicador se ubicó en promedio en 26,4% entre 2014-2016. En 2017 y 2018 el indicador subió abruptamente a 66,3% y 80,4% por las mayores amortizaciones y los prepagos de estos dos años.

El peso de la parte corriente de la deuda externa en los vencimientos se mide a través del indicador amortizaciones a saldo de la deuda del periodo anterior. Esta razón presentó un aumento en 2017 (9,4%) y 2018 (8,8%), en concordancia con el aumento de la carga del servicio de la deuda externa, que indicó una concentración de pagos en el corto plazo, aunque acá obedeció a las operaciones extraordinarias como el prepago de deuda.

Finalmente, la tasa de interés implícita, calculada como el pago de intereses sobre saldo de la deuda del periodo anterior, tuvo un promedio de 4,8% durante el periodo 2014-2016. En 2017 presentó un incremento llegando a 5,3% y en 2018 retrocedió ubicándose de nuevo en 4,8%.

2.4 Deuda interna del Sector Público Colombiano

Al cierre de 2018 el saldo de la deuda interna del SPC se situó en \$343,74 billones, equivalente a 35,1% del PIB (Cuadro 2-8), mientras que respecto al saldo de 2017 se presentó un incremento de \$39,40 billones (12,9%). El mayor prestatario fue el GNC con \$304,73 billones (88,7% del total), seguido en importancia por las entidades descentralizadas territoriales y nacionales con un saldo de \$17,03 billones y \$11,19 billones, respectivamente. Los gobiernos centrales territoriales, por su parte, registraron una deuda de \$10,78 billones.

Cuadro 2-8

Deuda interna del Sector Público Colombiano Cifras en billones de pesos y porcentajes

Ámbito	Saldos				Variación 2017-2018		Part.	Porcentaje del PIB			
	2015	2016	2017	2018	Absoluta	%		2015	2016	2017	2018
Nacional	225,71	254,37	278,87	315,93	37,06	13,3	91,9	28,0	29,4	30,3	32,3
Gobierno central	212,32	243,31	266,83	304,73	37,90	14,2	88,7	26,4	28,2	29,0	31,1
Entidades descentralizadas	13,39	11,05	12,04	11,19	-0,84	-7,0	3,3	1,7	1,3	1,3	1,1
Territorial	24,15	23,85	25,47	27,81	2,34	9,2	8,1	3,0	2,8	2,8	2,8
Gobiernos centrales	8,29	8,18	8,83	10,78	1,94	22,0	3,1	1,0	0,9	1,0	1,1
Departamentos	3,17	3,00	3,29	3,89	0,60	18,2	1,1	0,4	0,3	0,4	0,4
Capitales	2,41	2,59	2,93	4,02	1,09	37,2	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4
No capitales	2,70	2,58	2,61	2,87	0,26	9,8	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Entidades descentralizadas	15,86	15,67	16,64	17,03	0,40	2,4	5,0	2,0	1,8	1,8	1,7
Total sector público	249,87	278,22	304,34	343,74	39,40	12,9	100,0	31,1	32,2	33,1	35,1

Fuente: Contraloría General de la República.

El mayor incremento respecto al año anterior lo registró el nivel nacional con un mayor saldo de \$37,06 billones, de los cuales \$37,90 billones correspondieron al GNC. Por su parte, las entidades del nivel territorial aumentaron su endeudamiento interno en \$2,34 billones, de los cuales \$1,94 billones correspondieron a los gobiernos centrales.

Al igual que con la deuda externa, se observó una concentración de la deuda interna en el nivel nacional con una participación del 91,9%.

Para determinar la composición de los prestamistas internos del SPC se realizó un ejercicio mediante el cual se seleccionó una muestra de entidades para cada uno de los niveles del sector público diferentes al GNC. Para las entidades descentralizadas del orden nacional se tomaron todas las entidades de este grupo que registraban deuda interna. Para los GCT se tomaron todos los departamentos, todos los municipios capitales y los 70 municipios no capitales con mayor endeudamiento. En conjunto, la deuda de estos equivalió al 90,2% de la deuda interna de los GCT. Finalmente, para las entidades descentralizadas del orden territorial se tomaron 25 entidades cuya deuda representó el 97,3% de la deuda interna de este grupo de entidades.

La totalidad de la deuda del GNC se encontró denominada en bonos, especialmente TES B (Cuadro 2-9), cuyo detalle de la distribución se mostrará en el Capítulo III de este informe.

Cuadro 2-9

Deuda interna del Sector Público Colombiano por prestamista Participación porcentual

Prestamista	Gobierno Nacional Central	Entidades Descentralizadas Nacionales	Gobiernos Centrales Territoriales	Entidades Descentralizadas Territoriales	Sector Público Colombiano
Bonos	100,0	45,3	3,9	26,6	94,5
Gobierno	-	6,0	1,5	40,3	1,5
Otras entidades públicas	-	13,6	2,6	8,1	0,6
Bancos comerciales privados	-	33,8	81,2	22,5	3,0
Sistema financiero público	-	1,2	9,9	1,7	0,3
Otros	-	-	0,9	0,9	0,0

Fuente: Elaboración a partir de los registros de la Contraloría General de la República, formatos SEUD e informes contables de operaciones recíprocas de las entidades.

Por su parte, las entidades descentralizadas nacionales mantuvieron el 45,3% de su deuda en bonos (emitidos por Ecopetrol, ISA y Transelca), el 33,8% con bancos comerciales y el 13,6% con otras entidades públicas (préstamos de Gecelca a Gecelca 3, y de Transelca a ISA, por ejemplo). Respecto al nivel territorial, los principales prestamistas

de los GCT fueron los bancos privados comerciales con una participación de 81,2%, seguido por las entidades financieras públicas con el 9,9%, la emisión de bonos (de Cundinamarca y Medellín) con el 3,9% y entidades públicas con el 2,6% (especialmente por parte de las Instituciones Financieras Especiales [INFIS]).

Las entidades descentralizadas territoriales tuvieron como principales prestamistas al Gobierno con una participación de 40,3% (especialmente por los créditos al Metro de Medellín y EMCALI), los tenedores de bonos con el 26,6% (emitidos por GEB, EPM y UNE telecomunicaciones) y los bancos comerciales privados con el 22,5%.

Por último, y en cuanto al servicio de la deuda interna del SPC en 2018, se realizaron pagos por \$36,06 billones por amortizaciones de deuda¹⁸ y \$21,54 billones de pagos de intereses y comisiones. En total, el servicio de la deuda interna ascendió a \$57,60 billones, equivalente al 5,9% del PIB (Cuadro 2-10). Las entidades del orden nacional realizaron el 92,1% de estos pagos y las entidades del orden territorial el 7,9% restante.

Cuadro 2-10

Servicio de la deuda pública interna 2018
Cifras en billones de pesos y porcentajes

Nivel	Billones de pesos			Porcentaje del PIB		
	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Total	Amortizaciones	Intereses y Comisiones	Total
Nivel nacional	33,04	20,01	53,05	3,4	2,0	5,4
Gobierno central	30,47	17,66	48,13	3,1	1,8	4,9
Entidades descentralizadas	2,57	2,35	4,92	0,3	0,2	0,5
Nivel territorial	3,02	1,53	4,55	0,3	0,2	0,5
Gobiernos centrales	1,30	0,65	1,95	0,1	0,1	0,2
Entidades descentralizadas	1,72	0,88	2,60	0,2	0,1	0,3
Total sector público	36,06	21,54	57,60	3,7	2,2	5,9

Fuente: Contraloría General de la República.

En los siguientes capítulos se presentan los principales hechos ocurridos en 2018 con la deuda del GNC, las empresas públicas tanto del orden nacional como territorial y los gobiernos locales y regionales.

¹⁸ Incluye los \$12,31 billones de la operación de canje de títulos del GNC en octubre.

Capítulo III

Deuda del Gobierno Nacional Central

El endeudamiento del Gobierno Nacional Central (GNC), como principal prestatario del Sector Público Colombiano (SPC), resulta determinante en la evolución de la deuda pública en Colombia. En 2018 la dinámica de la deuda del GNC estuvo determinada por:

- i) Las necesidades de financiamiento del GNC: el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2017 se programó con un déficit estimado del GNC de \$30,16 billones y pagos por amortizaciones de \$18,18 billones. Junto a otros usos implicaba que el Gobierno necesitaba obtener recursos por \$65,98 billones. Para cubrirlos se planificaba recibir desembolsos por \$50,99 billones y de otras fuentes obtener \$14,99 billones. Tanto las amortizaciones como los desembolsos se referían a endeudamiento de largo plazo.
- ii) Operaciones de manejo de deuda realizadas en octubre que ascendieron a \$12,31 billones en títulos de deuda interna y USD 1.000,00 millones en títulos de deuda externa.
- iii) Respecto a los títulos de deuda interna de corto plazo se incrementó la emisión semanal en \$50.000 millones, generando un endeudamiento neto positivo para el GNC.
- iv) La evolución de la tasa de cambio al final del año, que llevó a una devaluación anual de 8,9%, incrementó el saldo de la deuda en moneda extranjera al expresarla en pesos.

Este capítulo se divide en tres secciones: la primera presenta los principales resultados referentes al portafolio de deuda del GNC en 2018 y los riesgos a que está sometido; el segundo se concentra en la deuda externa del GNC mostrando sus resultados en 2018, la contratación realizada, el servicio y el perfil de esta; y la tercera sección hace lo propio con la deuda interna.

3.1 Evolución y resultados de la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC)

Al cierre de 2018 la deuda del GNC llegó a \$468,86 billones (Cuadro 3-1), equivalente al 47,9% del PIB y se constituyó como el mayor re-

gistro histórico de endeudamiento del GNC. Del portafolio de deuda, le correspondieron \$304,73 billones (65,0% del total) a endeudamiento interno y \$164,12 billones (35,0%) a deuda externa. Al comparar con el cierre de 2017 la deuda total del GNC aumentó en \$59,35 billones (14,5%) debido al incremento de TES B, bonos externos y créditos con agencias multilaterales.

Al detallar los diferentes instrumentos que constituyen el portafolio de deuda del GNC, se puede apreciar que se encuentra formado, en su mayoría, por títulos de deuda tanto externos (19,9% del total) como internos (65,0% del total), de hecho, toda la deuda interna corresponde a títulos de deuda. El resto del portafolio lo constituyen los préstamos con multilaterales (13,4% del total) y créditos con otros agentes externos (1,7% del total). Esta composición implica que la mayor parte del saldo de la deuda responde a mecanismos de mercado.

Cuadro 3-1

Saldos de la deuda del GNC por tipo de contrato 2014-2018
Cifras en billones de pesos

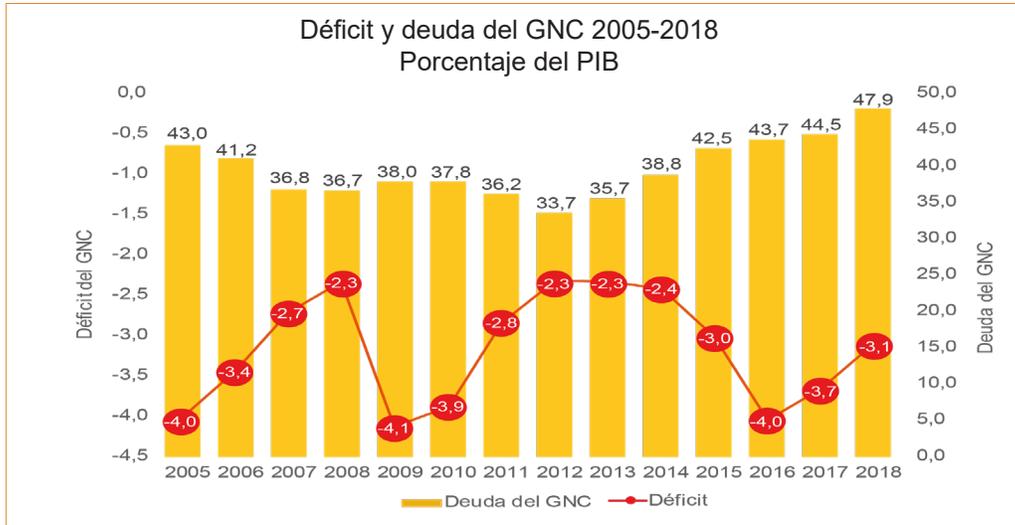
Deuda por tipo de contrato	2015	2016	2017	2018	Variación absoluta	Crecimiento porcentual
Deuda externa	129,59	134,07	142,67	164,12	21,45	15,0
Multilateral	50,11	53,16	54,36	62,81	8,45	15,5
Tenedores de bonos	75,48	76,20	83,15	93,11	9,95	12,0
Otros prestamistas	4,00	4,71	5,16	8,20	3,05	59,1
Deuda interna	212,28	243,32	266,83	304,73	37,90	14,2
TES B	199,40	230,32	255,04	293,41	38,37	15,0
Resto deuda	12,88	13,00	11,80	11,32	-0,47	-4,0
Total	341,87	377,39	409,50	468,86	59,35	14,5

Fuente: Contraloría General de la República.

El saldo de la deuda del GNC, medido con relación al PIB, se redujo entre 2005 y 2009 por el menor déficit fiscal de esos años. Los malos resultados fiscales de 2009 se reflejaron en un incremento de 1,3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en el saldo de la deuda. Los menores déficit de las cuentas del GNC llevaron a una reducción de la deuda en los años siguientes. La situación se revirtió en 2014 con el choque petrolero adverso que impactó la actividad económica y las cuentas fiscales.

El lento y débil proceso de ajuste fiscal de los años 2017 y 2018 no fue suficiente para revertir la tendencia creciente del saldo de la deuda (Gráfico 3-1). En 2018 este indicador se incrementó en 3,4%, al pasar de 44,5% en 2017 a 47,9% en 2018.

Gráfico 3-1



Fuente: Contraloría General de la República - Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Debe tenerse en cuenta que no solo la emisión de nueva deuda influye el comportamiento del indicador Deuda/PIB. Debido a que la razón deuda a PIB considera el *stock* de deuda al cierre del periodo y el PIB a precios corrientes se deben tener en cuenta los siguientes efectos:

- i) Un efecto "cantidad" (+): corresponde al aumento del *stock* nominal de la deuda por un endeudamiento neto positivo (desembolsos > amortizaciones) eleva directamente la razón deuda a PIB.
- ii) Un efecto "devaluación" (+): la depreciación (apreciación) del peso colombiano aumenta (disminuye) el saldo de la deuda contratada en moneda extranjera y por tanto eleva (baja) el indicador. Su magnitud depende de la participación de la deuda en moneda extranjera sobre el saldo total.
- iii) Un efecto "variación de la UVR" (+): el incremento en el valor de la Unidad de Valor Constante (UVR) afecta la valoración de los títulos denominados en esta unidad y elevan la razón deuda a PIB.

iv) Un efecto “crecimiento” (-): la expansión de la economía se traduce en un aumento del PIB, que reduce el indicador.

v) Un efecto “precios” (-): el incremento de los precios se traduce en una expansión del PIB nominal, reduciendo la razón deuda a PIB.

La descomposición de la variación observada en el indicador deuda del GNC a PIB para 2018 muestra que el endeudamiento neto contribuyó con un incremento de 4,59 p.p. del PIB, la devaluación de la divisa colombiana con 1,20 p.p. del PIB y el incremento en la UVR con 0,27 p.p. del PIB. Estos fueron parcialmente compensados por el crecimiento real de la economía (-1,08 p.p. del PIB) y el efecto precios (-1,58 p.p.) que prácticamente equilibró el efecto del incremento de la tasa de cambio y de la UVR (Cuadro 3-2)..

Cuadro 3-2

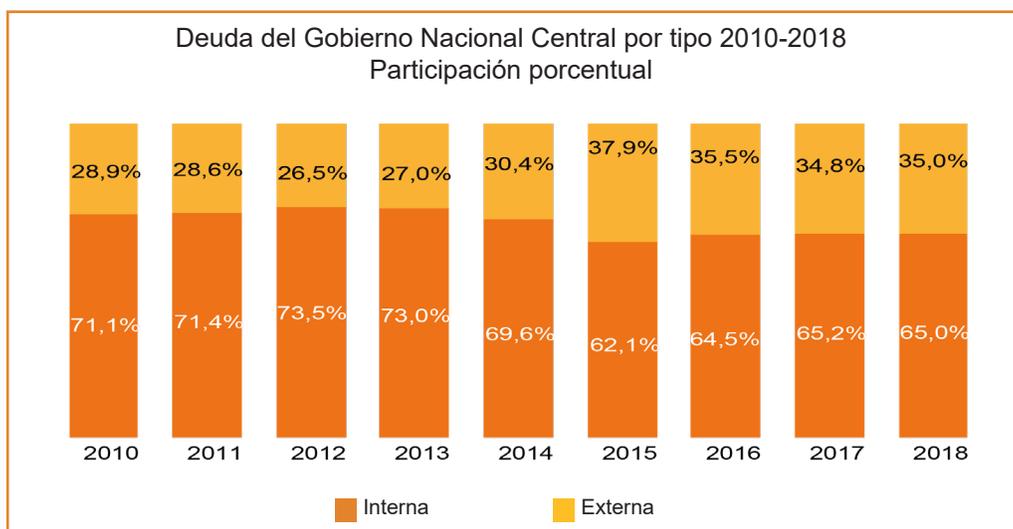
Descomposición de la variación deuda a PIB del GNC en 2018 Porcentaje del PIB	
Saldo deuda 2017	44,50
Saldo deuda 2018	47,92
Incremento	3,42
Endeudamiento neto	4,59
Ajuste cambiario	1,20
Ajuste UVR	0,27
Efecto crecimiento real	-1,08
Efecto precios	-1,58

Fuente: Cálculos propios.

Durante el periodo 2010 - 2018 la deuda del GNC se incrementó en 10,1 puntos porcentuales del PIB, al pasar de 37,8% en 2010 a 47,9% en 2018. La deuda interna perdió participación, en parte debido a la devaluación del peso colombiano en 2014, 2015 y 2018. Así, la deuda interna representaba el 71,1% de la deuda total en 2010, mientras que con el incremento en las emisiones de TES B esta participación se ubicó en el 73,5% en 2012. La devaluación incrementó los saldos de la deuda externa medida en pesos y llevó a que en 2015 la participación del endeudamiento interno llegase a 62,1%. El comportamiento de la tasa de cambio en los últimos años y la estrategia del endeudamiento

del Gobierno Nacional, que buscó más recursos en los mercados internos, llevó a que al cierre de 2018 la deuda interna fuese el 65% de la deuda total (Gráfico 3-2).

Gráfico 3-2



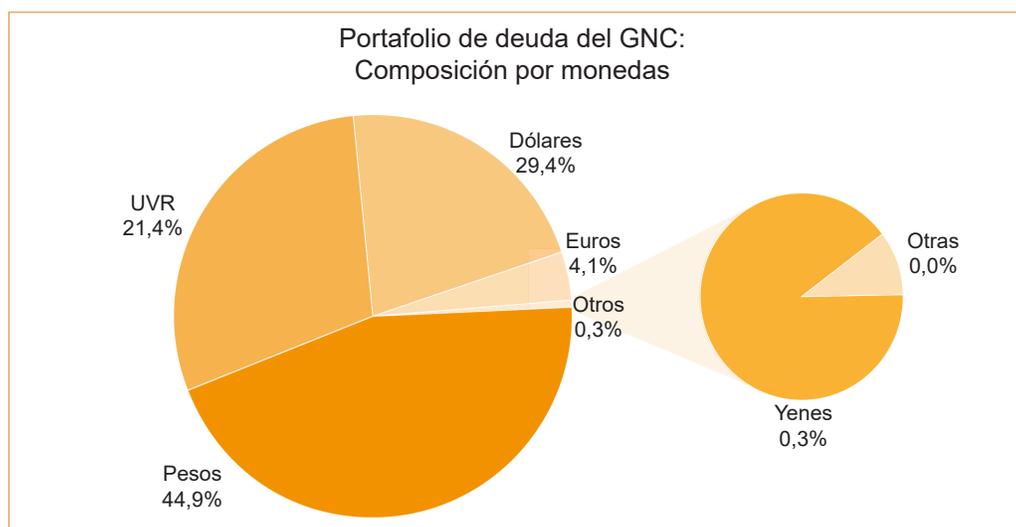
Fuente: Contraloría General de la República.

A continuación, se hace referencia a los riesgos asociados al portafolio de deuda del GNC. En el diseño y administración de los pasivos financieros una entidad debe procurar la realización de un manejo adecuado de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos, es decir que se puedan afrontar choques adversos que terminen por afectar el financiamiento en lo referente a costo y disponibilidad de recursos. El portafolio de deuda del GNC se encuentra sujeta a tres riesgos de mercado: riesgo cambiario, riesgo de tasa de interés y riesgo de refinanciamiento.

Riesgo cambiario: está asociado a la fluctuación del tipo de cambio de una moneda frente a otra, lo cual tiene impacto sobre el costo financiero y sobre el saldo de la deuda. Al cierre de 2018 la composición por monedas mostró que el 44,9% de la deuda del GNC se encontraba denominada en pesos, el 21,4% en UVR, el 29,4% en dólares y 4,4% en otras divisas externas (Gráfico 3-3). Es decir, solo el 33,8% del portafolio de deuda estaría afectado por cambios directos en la tasa de cambio por estar denominadas en divisas extranjeras. Aunque se buscó una mayor diversificación en términos de monedas, aun predomina la deuda en dólares.

Debe resaltarse que otra parte del portafolio de la deuda recibió un impacto indirecto de los movimientos en la tasa de cambio, se trata de los bonos en UVR, unidad que responde a cambios en la tasa de inflación. El efecto se daría a través del *pass through*, el cual hace referencia al impacto que tiene en los precios una subida del tipo de cambio a través del componente transable del IPC. Así, el 55,1% del saldo total de la deuda del GNC estaría expuesto a fluctuaciones de la tasa de cambio.

Gráfico 3-3



Fuente: Contraloría General de la República.

Como se mostró en el Gráfico 3-2 en la actualidad la deuda externa corresponde al 35% del saldo total de la deuda del GNC. Esta participación implica un riesgo cambiario considerable de la deuda del GNC. Se llama la atención sobre la imperiosa necesidad del Gobierno de llevar al valor definido en la nueva estrategia respecto a esta participación (23,7%) con el fin de mitigar este riesgo.

Riesgo de tasa de interés: se refiere al impacto que las subidas y bajadas de los tipos de interés tengan sobre el costo de financiamiento. La mayor parte de la deuda del Gobierno, tanto interna como externa, se encuentra a tasa fija (Cuadro 3-3). Debido a esto los cambios en las tasas de interés únicamente afectan el costo financiero de nuevas contrataciones de créditos o nuevas emisiones de bonos y sobre aquella parte del portafolio que se encuentra a tasa variable¹⁹ (14,5%).

¹⁹ Corresponde a los créditos con multilaterales y agencias gubernamentales.

Cuadro 3-3
Portafolio de deuda del GNC: composición por tasas 2014-2018
 Cifras en billones de pesos

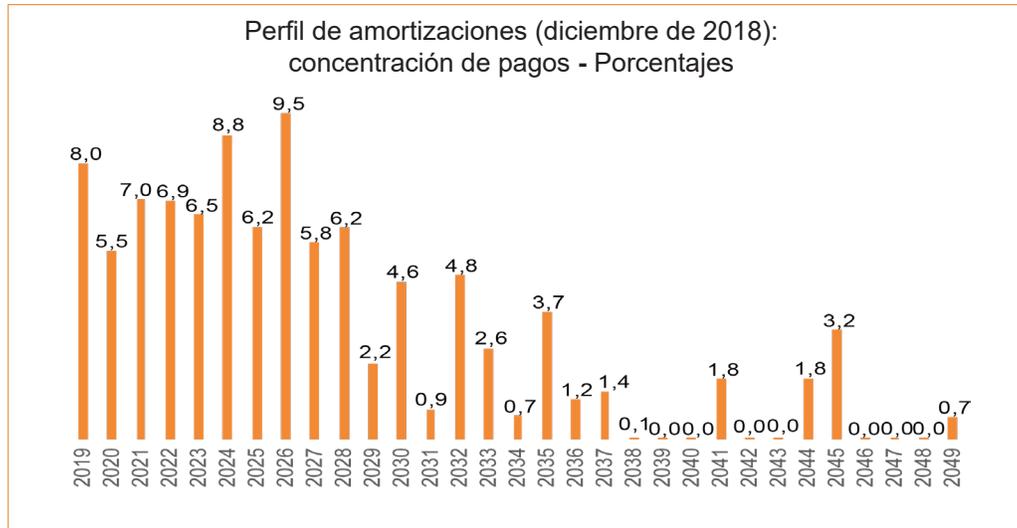
Año	Monto		Porcentaje	
	Fija	Variable	Fija	Variable
2014	258,37	37,47	87,3	12,7
2015	231,18	53,24	81,3	18,7
2016	320,74	56,65	85,0	15,0
2017	351,50	58,00	85,8	14,2
2018	400,78	68,07	85,5	14,5

Fuente: Contraloría General de la República.

Riesgo de refinanciamiento: este se encuentra asociado a la posibilidad que en un momento específico la entidad pública no pueda refinanciar sus vencimientos o lo tenga que hacer en condiciones desfavorables y en el caso extremo no se tendría acceso a financiamiento incrementando la posibilidad de incumplir con el pago de los vencimientos programados. Una forma de moderar ese riesgo es evitar la concentración de vencimientos en un año determinado e incrementar la vida media del portafolio de deuda.

La estrategia de emisión de deuda definida en 2013 buscó limitar el porcentaje de vencimientos en un año fiscal a máximo el 10%. Al cierre de 2018 este objetivo se alcanzó por las operaciones de manejo de 2018 que aplazaron vencimientos de 2019 (año en el que había una concentración importante de vencimientos) hacia vigencias futuras. Sin embargo, la nueva estrategia de emisión de deuda presentada en 2018 determinó un límite más restrictivo a la concentración de vencimientos fijándolo en 8%. Ya que la concentración máxima de vencimientos se presenta en 2026 con un 9,5% (Gráfico 3-4), se plantearon en la nueva estrategia de emisión mecanismos para evitar nuevas emisiones en puntos críticos de concentración. El detalle del perfil de vencimientos se presentará en las dos siguientes secciones²⁰.

²⁰ La operación de canje de títulos de marzo de 2019 implicó el aumento de la participación de los vencimientos en 2022 y 2023.

Gráfico 3-4

Fuente: Contraloría General de la República.

La vida media de los TES B se incrementó en 1,73 años desde 2010 y la deuda externa lo hizo en 1,04 años (Cuadro 3-4). La decisión del GNC de emitir bonos a más largo plazo contribuyó a incrementar la vida media del portafolio de deuda. En la medida que se amplíe la estructura de plazos del portafolio de deuda del GNC, especialmente en bonos, se contará con una más amplia curva de rendimientos que sirva de referencia para todo el mercado. Adicionalmente, las emisiones de corto plazo pueden generar un mayor riesgo de refinanciamiento puesto que para los prestatarios se trata de inversiones de corto plazo que no necesariamente renovaran cuando requieran cumplir con sus obligaciones.

Cuadro 3-4

Vida media de la deuda del GNC
Años

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TES B Pesos	4,82	5,13	5,51	5,79	6,27	6,50	6,55	6,31	6,47
TES B UVR	6,09	5,45	5,11	6,02	6,16	6,25	6,43	7,05	7,49
TES B Total	5,08	5,20	5,41	5,84	6,24	6,42	6,51	6,53	6,81
Deuda externa	10,56	9,72	10,37	10,50	11,47	12,50	11,91	11,94	11,62

Fuente: Contraloría General de la República -Ministerio de Hacienda.

Se finaliza este apartado con una breve presentación del servicio de la deuda del GNC en los últimos años. Más adelante se presentará el detalle del servicio de la deuda en 2018 tanto para la deuda externa como para la deuda interna. Los pagos por servicio de la deuda alcanzaron \$60,79 billones en 2018, que equivalen al 6,2% del PIB (Cuadro 3-5).

Del servicio total, el 79,2% correspondió a deuda interna y el 20,8% a deuda externa. Los gastos correspondientes a amortizaciones ascendieron a \$36,51 billones (los cuales incluyeron los montos correspondientes a las operaciones de manejo externas e internas realizadas en 2018), \$24,03 billones a pagos de intereses y \$245.276,83 millones a comisiones. Respecto a 2017 se presentó una reducción nominal del 0,3% debido a los menores pagos por deuda externa.

Cuadro 3-5

Servicio de la deuda del GNC 2014-2018
Cifras en billones de pesos y porcentaje del PIB

	Billones de pesos				Porcentaje del PIB			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Deuda interna	47,02	44,76	47,05	48,13	5,8	5,2	5,1	4,9
Amortizaciones	32,47	29,43	30,22	30,47	4,0	3,4	3,3	3,1
Intereses	14,42	15,25	16,74	17,55	1,8	1,8	1,8	1,8
Comisiones	0,13	0,08	0,09	0,11	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda externa	11,21	9,36	13,92	12,66	1,4	1,1	1,5	1,3
Amortizaciones	6,06	3,42	7,65	6,04	0,8	0,4	0,8	0,6
Intereses	5,12	5,90	6,25	6,48	0,6	0,7	0,7	0,7
Comisiones	0,03	0,04	0,02	0,14	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda total	58,23	54,12	60,97	60,79	7,2	6,3	6,6	6,2
Amortizaciones	38,53	32,85	37,87	36,51	4,8	3,8	4,1	3,7
Intereses	19,54	21,15	22,99	24,03	2,4	2,4	2,5	2,5
Comisiones	0,16	0,12	0,11	0,25	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Contraloría General de la República.

Uno de los hechos relevantes del comportamiento del servicio de la deuda en los últimos años tiene que ver con que en la medida que la proporción deuda respecto a PIB aumentó, la relación de servicio de la deuda a ingresos corrientes de la Nación²¹ fue cayendo (Cuadro

²¹ Los ingresos corrientes utilizados corresponden a los recaudos netos de la ejecución presupuestal de cada vigencia.

3-6), debido a la política de emitir deuda a más largo plazo (Cuadro 3-5), pues las amortizaciones de 2018 resultaron inferiores a las registradas en 2014 como efecto de los canjes de la deuda, mientras que los pagos de intereses han mantenido una senda creciente. Pese a este último hecho, la tasa de interés implícita (definida como el pago de intereses sobre el saldo de deuda del periodo anterior) ha venido cayendo, lo que indica que los pagos de intereses crecen a un ritmo inferior al incremento del saldo de la deuda. Para 2018 la tasa de interés implícita llegó a 5,9%.

Finalmente, el indicador de vencimientos corrientes (amortizaciones respecto al saldo de la deuda del periodo inmediatamente anterior) cayó por la ampliación de la vida media de la deuda y en 2018 se ubicó en 8,9%. Ello indicó una concentración de pagos en el corto plazo, pero en este caso no obedeció a la programación inicial de pagos sino a operaciones extraordinarias como el prepago de deuda.

Cuadro 3-6

Servicio de la deuda del GNC: algunos indicadores
Porcentajes

Periodo	Deuda / PIB	Servicio / Ingresos corrientes	Intereses / Saldo deuda periodo anterior	Amortizaciones / Saldo deuda periodo anterior
	%	%	%	%
2014	38,8	53,9	6,8	16,1
2015	42,5	49,9	6,6	13,0
2016	43,7	46,2	6,2	9,6
2017	44,5	46,4	6,1	10,0
2018	47,9	46,0	5,9	8,9

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la Contraloría General de la República.

3.2 Deuda externa del Gobierno Nacional Central

3.2.1 Saldos e indicadores

Al finalizar 2018 la deuda externa del GNC alcanzó \$164,12 billones (USD 50.503,07 millones), equivalentes al 16,8% del PIB. El saldo por endeudamiento en bonos llegó a \$93,11 billones (56,7% del total) y los préstamos con multilaterales a \$62,81 billones (38,3% del total). Los \$8,20 billones restantes (5,0% del total) correspondieron a préstamos con otros gobiernos, banca de fomento y banca comercial.

Respecto a 2017 la deuda externa se incrementó en \$21,45 billones (15,0%) presentando aumentos en los saldos de todos los prestamistas (Cuadro 3-7).

Cuadro 3-7

Saldos de la deuda externa del GNC por agente prestamista
Cifras en billones de pesos

Agente	2015	2016	2017	2018	Variación 2018/2017		Participación	
					Absoluta	%	2017	2018
Tenedores de bonos	75,48	76,20	83,15	93,11	9,96	12,0	58,3	56,7
Banca multilateral	50,11	53,16	54,36	62,81	8,45	15,5	38,1	38,3
BID	21,53	22,02	23,18	26,11	2,93	12,6	16,2	15,9
BIRF	25,20	26,75	26,41	30,90	4,49	17,0	18,5	18,8
Otras	3,38	4,39	4,78	5,81	1,03	21,5	3,4	3,5
Gobiernos	3,04	3,41	3,55	5,17	1,62	45,6	2,5	3,2
Banca de fomento	0,87	1,22	1,52	2,94	1,42	93,4	1,1	1,8
Banca comercial	0,09	0,09	0,09	0,09	0,00	0,0	0,1	0,1
Total	129,59	134,08	142,67	164,12	21,45	15,0	100,0	100,0

Fuente: Contraloría General de la República.

El GNC, dentro de su estrategia de endeudamiento, buscó diversificar sus fuentes de financiamiento externo, por lo cual el portafolio de sus bonos externos se encuentra denominado en cuatro monedas: dólares, euros, pesos colombianos y yenes. Pese a ello, los bonos en dólares (USD 25.038,47 millones) representaron más de la mitad de la deuda externa total (Cuadro 3-8).

Respecto a las agencias multilaterales, los dos principales prestamistas fueron el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) con USD 9.508,88 millones y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con USD 8.033,20 millones, destacándose igualmente los saldos adeudados a la Agencia Francesa de Desarrollo (AFD) con USD 1.568,60 millones y a la agencia del gobierno alemán *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) con USD 904,33 millones. La participación de los distintos prestamistas no varió mucho entre 2017 y 2018, destacándose la caída en la participación de los bonos en dólares y los TES Globales y el incremento de la deuda con AFD y de KfW.

Cuadro 3-8Deuda externa del GNC: principales prestamistas 2017-2018
Cifras en millones de dólares y porcentajes

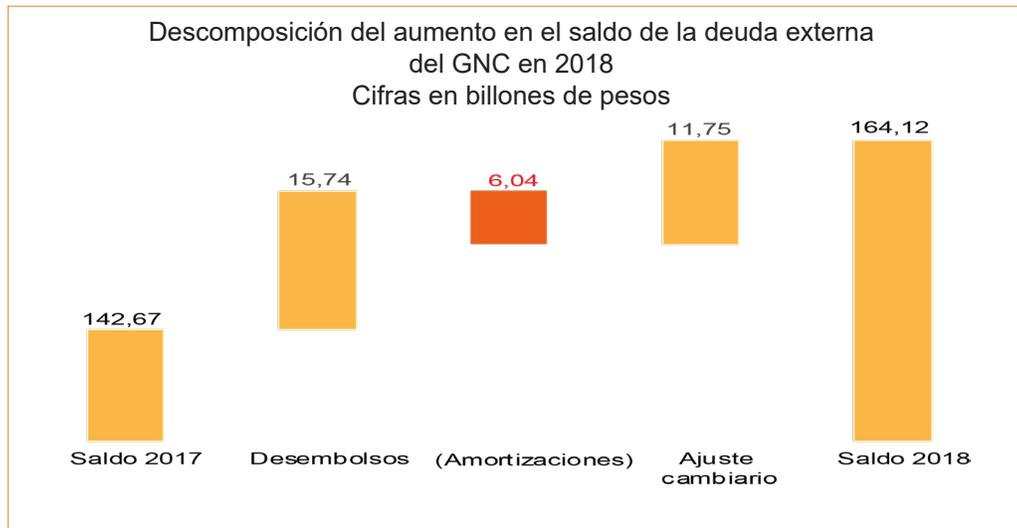
Prestamista	Saldo 2017	Participación	Saldo 2018	Participación
Bonos denominados en dólares	24.038,47	50,3	25.038,47	49,6
BIRF	8.850,21	18,5	9.508,88	18,8
BID	7.766,74	16,2	8.033,20	15,9
CAF	1.524,29	3,2	1.716,13	3,4
TES Globales	1.807,01	3,8	1.659,24	3,3
Agencia Francesa de Desarrollo	1.166,66	2,4	1.568,60	3,1
Bonos denominados en euros	1.621,21	3,4	1.543,05	3,1
KFW	507,96	1,1	904,33	1,8
Bonos denominados en yenes	399,60	0,8	409,95	0,8
Otros prestamistas	130,08	0,3	121,22	0,2
Total	47.812,23	100,0	50.503,07	100,0

Fuente: Contraloría General de la República.

Como se mencionó anteriormente, durante 2018 la deuda del GNC se incrementó en \$21,45 billones²², resultante de desembolsos por \$15,74 billones y amortizaciones por \$6,04 billones, con lo que se generó un endeudamiento neto de \$9,70 billones. A este se debe adicionar un aumento de \$11,75 billones, originado en el efecto de la variación en la tasa de cambio por \$265,75 (depreciación de la tasa de cambio de 8,9%) sobre el saldo de la deuda externa (Gráfico 3-5). Es decir, el efecto cambiario fue la principal causa de la variación de la deuda externa. Con el dato de cierre de la deuda externa en dólares y de la TRM se estima que una devaluación del 1% en 2019 generará un incremento de la deuda externa del GNC en pesos por \$1,64 billones²³.

22 La variación en dólares de la deuda externa del GNC fue tan solo de USD 2.690,84 millones (5,6%).

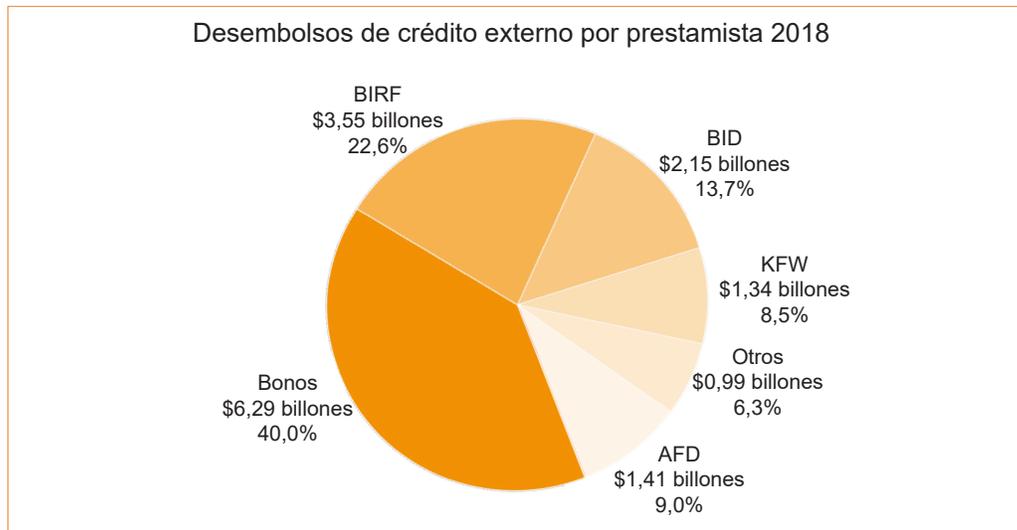
23 Debe tenerse en cuenta que se presentan variaciones por los cambios entre las tasas de cambio de las distintas monedas en que esta denominada la deuda externa.

Gráfico 3-5

Fuente: Contraloría General de la República.

La principal fuente de recursos correspondientes a endeudamiento externo en 2018 fue la emisión de bonos externos, que aportó \$6,29 billones al GNC, los cuales se utilizaron en una recompra de títulos externos y para prefinanciamiento del Presupuesto General de la Nación 2019. Le siguieron en importancia el endeudamiento nuevo con el BIRF por \$3,55 billones y con el BID por \$2,15 billones. Dos agencias gubernamentales completan la lista de principales prestamistas del GNC en ese año: la AFD con \$1,41 billones y KFW con \$1,34 billones. Con otros prestamistas se obtuvieron recursos por \$993.883,0 millones (Gráfico 3-6).

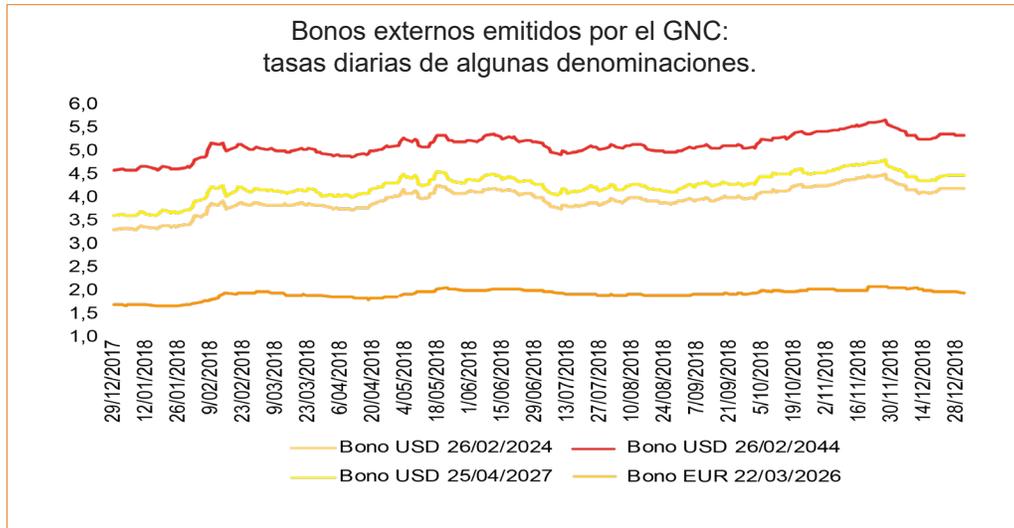
Gráfico 3-6



Fuente: Contraloría General de la República.

Al comparar los cierres de 2018 frente a 2017 se evidenció que las tasas de interés de los bonos externos presentaron un alza generalizada en todos los plazos con un retroceso en la última parte del año. Este movimiento fue más marcado en los bonos denominados en dólares con un incremento más alto en los vencimientos más cercanos: aumentó 97 p.b. en la tasa del título con vencimiento en febrero de 2024, 86 p.b. en la del bono con vencimiento en abril de 2027 y 77 p.b. en la del título que vence en febrero de 2044. El incremento fue menos notorio en los títulos denominados en euros, como lo evidenció el bono con vencimiento en 2026, que solo se incrementó en 24 p.b. (Gráfico 3-7).

Gráfico 3-7



Fuente: Bloomberg.

La evaluación de las agencias calificadoras acerca del riesgo de la deuda soberana es un mecanismo que facilita el acceso a los mercados de capitales. El grado de inversión otorgado por estas agencias representa un aval para los inversionistas internacionales indicándoles que el país no presenta un gran riesgo de incumplimiento en sus obligaciones para con los compradores de estas. Para el caso colombiano, entre marzo y junio de 2011 el país logró alcanzar una calificación de las tres principales calificadoras de riesgo (*Moody's*, *Standard and Poor's* y *Fitch Ratings*) que le otorgaban el grado de inversión conservado hasta la fecha (Cuadro 3-9).

En 2018 el único cambio se dio cuando en febrero *Moody's* mantuvo la calificación de Colombia en Baa2, pero redujo la perspectiva de estable a negativa por la expectativa de una consolidación fiscal más lenta. En el resto del año las agencias mantuvieron su atención inicialmente sobre los resultados de los procesos electorales y después en el contenido de las reformas propuestas por el nuevo gobierno y su trámite en el legislativo.

Cuadro 3-9

Evolución de la calificación de la deuda soberana de Colombia

Agencia	Calificación	Fecha	Grado
Moody's	Ba1 (Estable)	19-jun-08	Especulativo
	Ba1 (Positivo)	9-sep-10	Especulativo
	Baa3 (Estable)	31-may-11	De inversión
	Baa3 (Positivo)	8-jul-13	De inversión
	Baa2 (Estable)	28-jul-14	De inversión
	Baa2 (Negativa)	22-feb-18	De inversión
S & P	BB+ (Estable)	5-mar-07	Especulativo
	BB+ (Positiva)	7-jul-10	Especulativo
	BBB- (Estable)	16-mar-11	De inversión
	BBB- (Positiva)	15-ago-12	De inversión
	BBB (Estable)	24-abr-13	De inversión
	BBB (Negativa)	16-feb-16	De inversión
	BBB- (Estable)	11-dic-17	De inversión
Fitch Ratings	BB+ (Estable)	21-jun-07	Especulativo
	BB+ (Positiva)	14-oct-10	Especulativo
	BBB- (Estable)	22-jun-11	De inversión
	BBB- (Positivo)	6-mar-13	De inversión
	BBB (Estable)	10-dic-13	De inversión
	BBB (Negativo)	22-jul-16	De inversión
	BBB (Estable)	10-mar-17	De inversión

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3.2.2 Contratación de deuda externa

A lo largo de 2018 el GNC contrató once nuevos empréstitos y se realizaron dos emisiones de bonos en los mercados de capitales internacionales (Cuadro 3-10). Como antes se mencionó, el monto mayor de recursos se obtuvo en la operación de emisión de bonos en octubre (un nuevo bono a diez años por USD 1.500 millones y una reapertura del bono global en dólares con vencimiento en 2045 por USD 500 millones) destinados a realizar una operación de canje y prefinanciar el presupuesto de 2019²⁴. Los contratos firmados con las agencias multilaterales le siguieron en importancia (USD 1.588 millones) destinados a financiar distintos programas

²⁴ Los detalles de la emisión y de la operación de canje se presentan en la sección 3.2.5 del presente informe.

del GNC (desarrollo sostenible, reforma fiscal, postconflicto, alcantarillado de Mocoa, gestión institucional de la Procuraduría General de la Nación y de la Defensoría del Pueblo). Finalmente, las agencias gubernamentales externas brindaron recursos (EUR 280 millones con el gobierno alemán y USD 230 millones con el gobierno francés) para programas de desarrollo sostenible y de construcción de paz.

Cuadro 3-10**Contrataciones externas del Gobierno Nacional Central 2018**

Acreedores	Objeto	Millones de dólares 1/	Billones de pesos
Tenedores de bonos	Financiación Apropriaciones Presupuestales vigencia 2019	1.500,00	4,87
Tenedores de bonos	Financiación Apropriaciones Presupuestales vigencia 2019	500,00	1,62
Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF)	Segundo Préstamo Programático de Desarrollo Sostenible y Crecimiento Verde	500,00	1,62
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Financiación del "Programa de Fortalecimiento de la Gestión Institucional de la Procuraduría General de la Nación".	40,00	0,13
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Financiación de la "Implementación del Plan Maestro de Alcantarillado de Mocoa (Etapa I)	30,00	0,10
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Financiación del "Programa Colombia Sostenible"	100,00	0,32
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Programa de Profundización de la Reforma Fiscal en Colombia II	600,00	1,95
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	Financiación del Programa de Fortalecimiento de la Capacidad Institucional de la Defensoría del Pueblo	18,00	0,06
Corporación Andina de Fomento (CAF)	Financiación del Programa de Apoyo para el Desarrollo Rural Integral en el Marco del Postconflicto	300,00	0,97
Agencia Francesa de Desarrollo	Préstamo Programático de Apoyo a Políticas de Cambio Climático, Fase III	230,00	0,75
<i>KFW Frankfurt am Main</i>	Préstamos de Desarrollo de Políticas: Desarrollo Sostenible, Fase III	114,30	0,37
<i>KFW Frankfurt am Main</i>	Préstamos de Desarrollo de Políticas: Apoyo a la Construcción de Paz, Fase IV	114,30	0,37
<i>KFW Frankfurt am Main</i>	Préstamos de Desarrollo de Políticas: Ciudades Modernas e Infraestructura Sostenible para Integración Territorial, Fase II	91,44	0,30

(1) Montos calculados en pesos con la TRM del 31 de diciembre de 2018 (\$3.249,75)

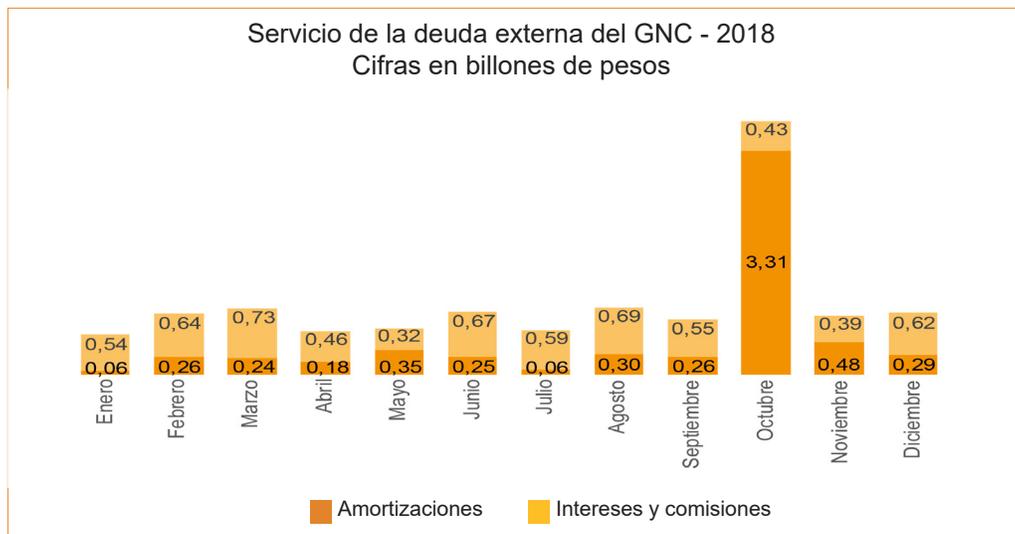
Fuente: Contraloría General de la República.

Se deben resaltar dos acuerdos logrados por el Ministerio de Hacienda en 2018. En primer lugar, en enero el GNC anunció el acuerdo estructurado en conjunto entre los países de la Alianza del Pacífico (México, Perú, Chile y Colombia) y el BID para tener acceso a recursos por USD 400,00 millones en caso de presentarse una catástrofe en el país. El desembolso de estos recursos contingentes estaría condicionado a la magnitud del desastre, así como de la región donde se presente. En segundo lugar, en mayo el FMI decidió renovar la línea de crédito flexible para Colombia por dos años por DEG 7.848 millones (USD 11.400 millones). Esta línea de crédito tiene un carácter precautorio ya que está destinado para prevenir crisis y puede ser utilizada en cualquier momento.

3.2.3 Servicio de la deuda externa 2018

Durante 2018 los pagos por servicio de la deuda externa ascendieron a \$12,66 billones (1,3% del PIB), de los cuales correspondieron \$6,04 billones a amortizaciones y \$6,62 billones a pagos a intereses y comisiones. Mientras el comportamiento de la TRM en la primera parte del año alivió las presiones sobre la caja del GNC por este concepto, la devaluación de la última parte del año incrementó el pago por servicio de la deuda. La trayectoria de pagos mensuales mostró una importante concentración en octubre que correspondió a los títulos canjeados en la operación de manejo (Gráfico 3-8).

Gráfico 3-8



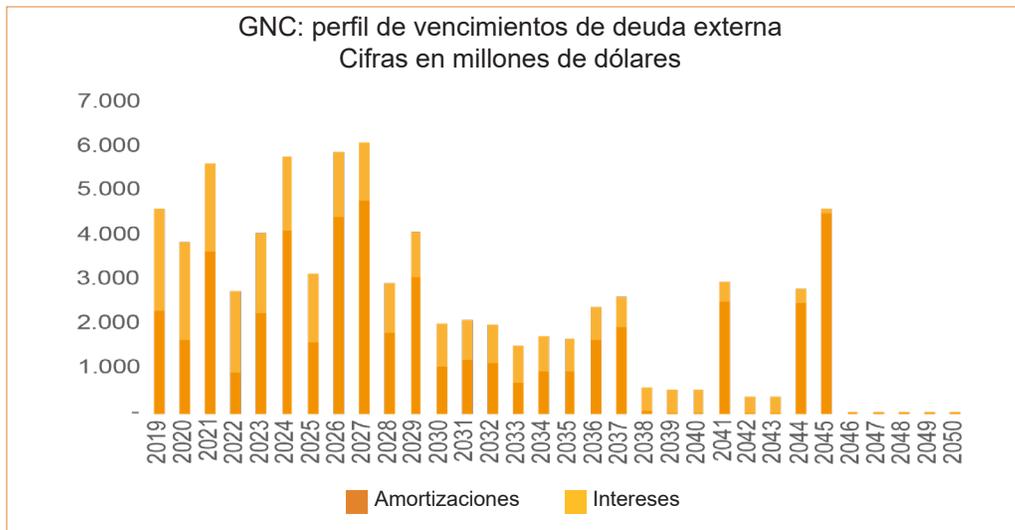
Fuente: Contraloría General de la República

Por prestamistas, los pagos por amortizaciones en 2018 se discriminaron en tenedores de bonos con \$3,09 billones, BID con \$1,22 billones, BIRF con \$1,18 billones y a otros prestamistas con \$547.264,10 millones; mientras que con respecto al pago de intereses y comisiones estos se distribuyeron en tenedores de bonos con \$4,74 billones, el BIRF con \$782.240,56 millones, el BID con \$760.632,52 millones y otros prestamistas con \$341.528,65 millones.

3.2.4 Perfil de la deuda externa

La proyección del perfil de la deuda externa se extiende hasta 2050, con vencimientos para 2019 que ascienden a USD 2.320 millones, correspondientes al 4,6% del saldo total de deuda externa del GNC. Se presenta una concentración importante de pagos entre 2021 y 2027, con valores máximos en 2026 (8,8% del total) y 2027 (9,6% del total). En el largo plazo se presentarán concentraciones importantes en 2041, 2044 y 2045 (esta última reforzada por la reapertura del bono con vencimiento ese año). Los pagos de intereses en 2019 ascenderían a USD 2.304 millones y van descendiendo en la medida que se va amortizando la deuda (Gráfico 3-9).

Gráfico 3-9

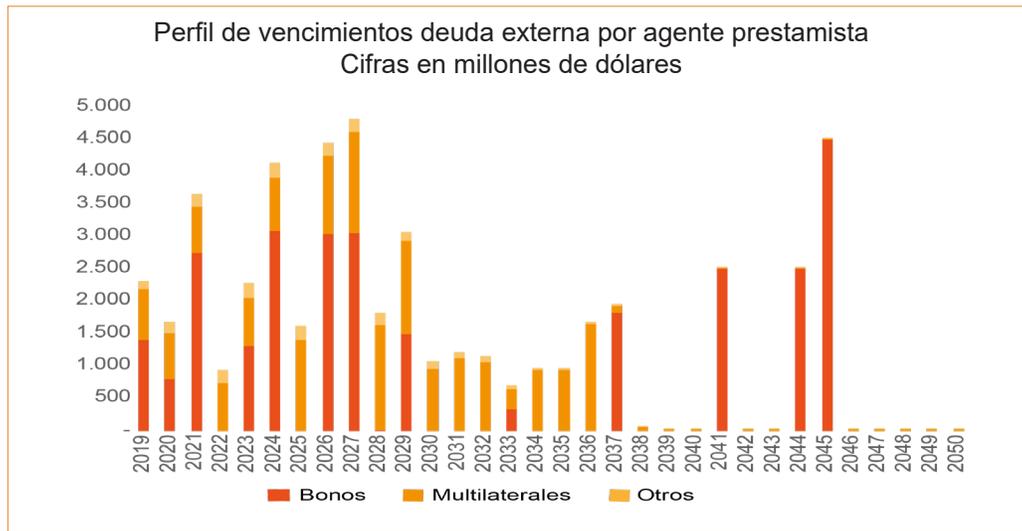


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Por instrumentos se espera que las amortizaciones por bonos lleguen en 2019 a USD 1.409,95 millones, correspondientes a la cancelación del bono global con vencimiento en marzo por USD 1.000,00 millones

y los títulos emitidos en Japón, conocidos como bonos samuráis, con vencimiento en noviembre por USD 409,95 millones. A las multilaterales se les debe cancelar USD 783,45 millones, a la AFD un valor de USD 69,50 millones y a la agencia alemana KfW un monto de USD 50,61 millones. En los próximos años las grandes concentraciones se originan por vencimientos de títulos, mientras las cancelaciones de préstamos de multilaterales presentan un patrón más regular (Gráfico 3-10).

Gráfico 3-10



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3.2.5 Operaciones de manejo de deuda externa 2018

El GNC ejecutó en 2018 operaciones de manejo de deuda con los bonos emitidos en los mercados internacionales de deuda. En primer lugar, emitió un nuevo bono a diez años por USD 1.500 millones e hizo una reapertura del bono global en dólares con vencimiento en 2045 por USD 500 millones (Cuadro 3-11). La operación logró dos objetivos: la consecución de recursos para el prefinanciamiento de la vigencia 2019 y la recompra de bonos con vencimiento en 2019, de forma que se redujeran las amortizaciones de ese año. Por la emisión el Ministerio de Hacienda reconoció una comisión de 0,25% (USD 5.000.000).

Cuadro 3-11**Bonos emitidos – octubre 2018**

Bono Global 2029	
Emisor	República de Colombia
Valor Nominal	USD 1.500.000.000
Precio	ene.-00
Valor Nominal * Precio	USD 1.490.430.000
Vencimiento	mar.-29
Rendimiento	ene.-00
Periodicidad	Semestral
Reapertura Bono Global 2045	
Emisor	República de Colombia
Valor Nominal	USD 500 millones
Precio	97.35%
Valor Nominal * Precio	USD 486.750.000
Vencimiento	jun.-45
Rendimiento	ene.-00
Periodicidad	Semestral

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Respecto a la operación de recompra, esta involucró títulos con vencimiento en 2019 por un monto de USD 1.000 millones emitidos en 2009 (Cuadro 3-12). La operación permitió suavizar el perfil de vencimientos y reducir la presión sobre la tesorería en la vigencia 2019. Por la operación se pagó una comisión de 0,05% (USD 500.000).

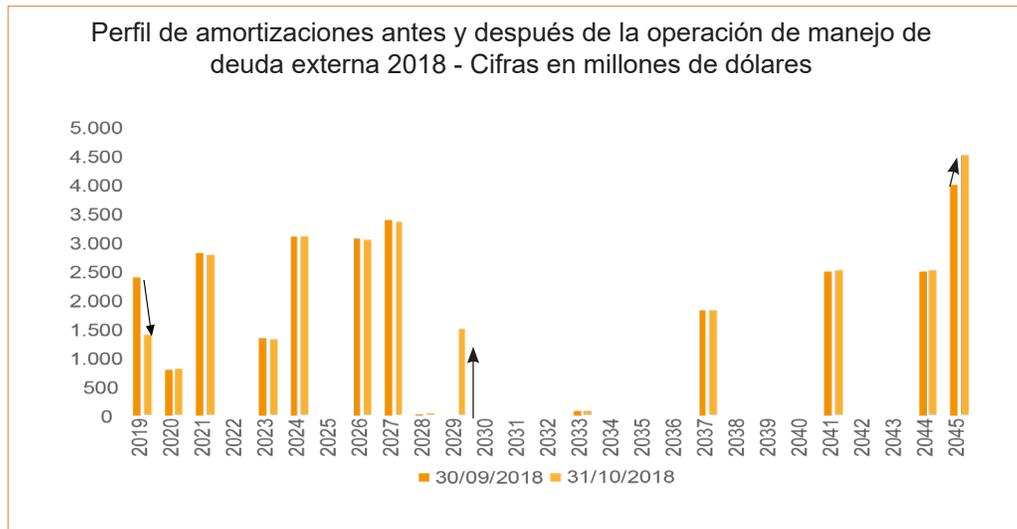
Cuadro 3-12**Características de los bonos recomprados octubre 2018**

Recompra Bono Global 2019	
Emisor	República de Colombia
Valor Nominal	USD 1.000.000.000
Precio	102,13%
Valor Nominal * Precio	USD 1.021.250.000
Vencimiento	18 - marzo -19
Rendimiento	7,38%
Periodicidad	Semestral

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

El Gráfico 3-11 muestra el cambio en el perfil de amortizaciones de los bonos emitidos por el Gobierno en el exterior antes y después de la operación de manejo. Como se puede apreciar, se dio una reducción de la presión por los gastos de amortización de títulos externos por USD 1000 millones y un incremento de USD 1.500 millones en 2029 y de USD 500 millones en 2045.

Gráfico 3-11



Fuente: Contraloría General de la República.

3.3 Deuda interna del Gobierno Nacional Central

3.3.1 Saldos e indicadores

Al cierre de 2018 la deuda interna del GNC llegó a \$304,73 billones, equivalente al 31,1% del PIB. Del total de la deuda interna \$293,41 billones correspondieron a TES B, de los cuales \$182,79 billones (62,3%) se emitieron en pesos, \$100,12 billones (34,1%) en UVR y el resto (\$10,50 billones) en TES B de corto plazo. Los demás títulos de deuda interna llegaron a \$11,32 billones, dentro de los cuales se destacaron los bonos pensionales con un saldo de \$9,86 billones al cierre de 2018.

En 2018 la deuda interna del GNC presentó un incremento de \$37,90 billones (14,2%), explicado en desembolsos por \$65,70 billones y amortizaciones por \$30,47 billones, que generó un endeudamiento neto de \$35,23 billones. Adicionalmente, por efecto de la variación del valor de la UVR (\$8,29 billones en el año, que correspondió a un aumento del 3,28%) se presentó un incremento de \$2,67 billones en el saldo de los TES en UVR. El mayor incremento se registró en los TES B denominados en UVR (\$24,17 billones), seguido por los TES B en pesos de largo plazo (\$12,11 billones). En 2018 el incremento en el monto de emisiones semanales de TES B de corto plazo (\$50.000 millones) generó un incremento en el saldo de TES B de corto plazo por \$2,10 billones (Cuadro 3-13).

Cuadro 3-13

Deuda interna del Gobierno Nacional Central
Cifras en billones de pesos

Concepto	Saldo 2017 (1)	Variación UVR* (2)	Desembolsos (3)	Amortizaciones (4)	Saldo 2018 (1+2+3-4)	Variación absoluta	Variación (%)	Participación (%)
TES B en pesos	170,68	0,00	30,48	18,37	182,79	12,11	7,1	60,0
TES B Corto Plazo	8,40	0,00	13,00	10,90	10,50	2,10	25,0	3,4
TES B UVR	75,96	2,70	21,97	0,50	100,12	24,17	31,8	32,9
Bonos Pensionales	10,22	0,00	0,07	0,42	9,86	-0,35	-3,4	3,2
Títulos y otros bonos	1,58	-0,03	0,19	0,28	1,46	-0,12	-7,6	0,5
Total	266,83	2,67	65,70	30,47	304,73	37,90	14,2	100,0

Fuente: Contraloría General de la República.

La emisión de TES B en el mercado local ha sido el principal instrumento de endeudamiento utilizado por el GNC. Estos bonos han venido ganando participación dentro del portafolio de deuda del GNC²⁵, de forma que mientras en 2005 representaban el 80,3% de la deuda interna y el 53,4% de la deuda total, para diciembre de 2018 equivalían al 96,3% de la deuda interna y el 62,6% de la deuda total (Cuadro 3-14). El desarrollo de un mercado de deuda pública interna desde la última década del siglo anterior permitió al GNC evitar riesgos cambiarios, acceder a los recursos de inversionistas institucionales como

²⁵ Los saldos de los TES B se presentan a valor nominal, para el caso de los TES B denominados en UVR su valor se calcula utilizando la UVR de cierre de mes.

los fondos de pensiones, tener una idea más cierta del costo de la deuda debido a la utilización de mecanismos de mercado en la colocación de los bonos (subastas) e incentivar el desarrollo del mercado de capitales interno.

Cuadro 3-14

Evolución de la deuda del GNC y participación de los TES B
Cifras en billones de pesos

Año	Saldo de la deuda			Porcentaje del PIB				Participación de los TES B		
	Deuda externa	Deuda interna		Deuda total	Deuda externa	Deuda Interna		Deuda total	Deuda interna	Deuda total
		Saldo TES B	Resto deuda interna			Saldo TES B	Resto deuda interna			
2005	47,6	75,8	18,6	142,0	14,1	22,5	5,5	42,1	80,3	53,4
2006	52,6	84,8	17,1	154,5	13,8	22,3	4,5	40,6	83,2	54,9
2007	47,7	90,8	17,4	155,8	11,1	21,2	4,1	36,5	83,9	58,2
2008	54,6	101,9	15,7	172,3	11,5	21,4	3,3	36,2	86,6	59,2
2009	59,4	113,8	16,2	189,4	11,8	22,7	3,2	37,8	87,5	60,1
2010	59,3	131,4	14,7	205,4	10,9	24,2	2,7	37,8	89,9	63,9
2011	64,0	144,9	14,7	223,6	10,4	23,4	2,4	36,2	90,8	64,8
2012	59,5	150,2	14,5	224,2	8,9	22,6	2,2	33,7	91,2	67,0
2013	68,7	172,1	14,0	254,8	9,6	24,1	2,0	35,7	92,5	67,6
2014	89,8	192,9	13,2	295,8	11,8	25,3	1,7	38,8	93,6	65,2
2015	129,6	199,4	12,9	341,9	16,1	24,8	1,6	42,5	93,9	58,3
2016	134,1	230,3	13,0	377,4	15,5	26,7	1,5	43,7	94,7	61,0
2017	142,7	255,0	11,8	409,5	15,5	27,7	1,3	44,5	95,6	62,3
2018	164,1	293,4	11,3	468,86	16,8	30,0	1,2	47,9	96,3	62,6

Fuente: Contraloría General de la República.

Al cierre de 2018 el portafolio de deuda del GNC, representado en TES B, mostraba títulos con vencimientos desde marzo de 2019 hasta junio de 2049 denominados en dos monedas: pesos colombianos (COP) y UVR. Aunque las tasas cupón de los títulos en pesos son mayores que las de los TES en UVR, una parte del mercado prefiere estos últimos porque sus tasas cupón brindan un rendimiento real. De hecho, los mayores vencimientos de los títulos en UVR responden a las necesidades de un segmento del mercado que suelen conservar los TES B hasta el vencimiento (*buy and hold strategy*). El cuadro 3-15 presenta las principales características del portafolio de TES B al cierre de 2018.

Cuadro 3-15**Características del portafolio de TES B a diciembre de 2018**

Tipo de título	Moneda	Vencimiento	Tasa Cupón %	Valor nominal Millones de pesos	Vida media Años		
Corto plazo	COP	12-mar-19		3.250.000	0,19		
		11-jun-19		3.249.999	0,44		
		10-sep-19		3.249.999	0,69		
		10-dic-19		750.000	0,94		
Total corto plazo				10.499.998			
Largo plazo	COP	11-sep-19	7,00	8.580.675	0,70		
		24-jul-20	11,00	19.499.818	1,56		
		4-may-22	7,00	28.595.882	3,34		
		24-jul-24	10,00	26.889.987	5,56		
		26-nov-25	6,25	12.739.919	6,90		
		26-ago-26	7,50	28.778.994	7,65		
		28-abr-28	6,00	22.200.538	9,32		
		18-sep-30	7,75	17.395.464	11,72		
		30-jun-32	7,00	18.104.036	13,50		
		Total tasa fija pesos				182.785.313	
		Largo plazo	UVR	17-abr-19	3,50	10.102.646	0,29
				10-mar-21	3,50	20.002.567	2,19
				23-feb-23	4,75	22.450.705	4,15
				7-may-25	3,50	10.235.812	6,35
17-mar-27	3,30			10.629.210	8,21		
25-mar-33	3,00			9.745.799	14,23		
4-abr-35	4,75			13.915.329	16,26		
		16-jun-49	3,75	3.041.259	30,46		
Total Tasa Fija UVR				100.123.327			
Total				293.408.638			

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Debe anotarse que, aunque no se consideran dentro de las estadísticas de la CGR, el GNC emite pagarés de corto plazo para financiarse con los recursos de sus fondos administrados. Los pagarés emitidos al cierre de la vigencia 2018 llegaron a \$16,15 billones, con un incremento de \$2,55 billones respecto a diciembre de 2017.

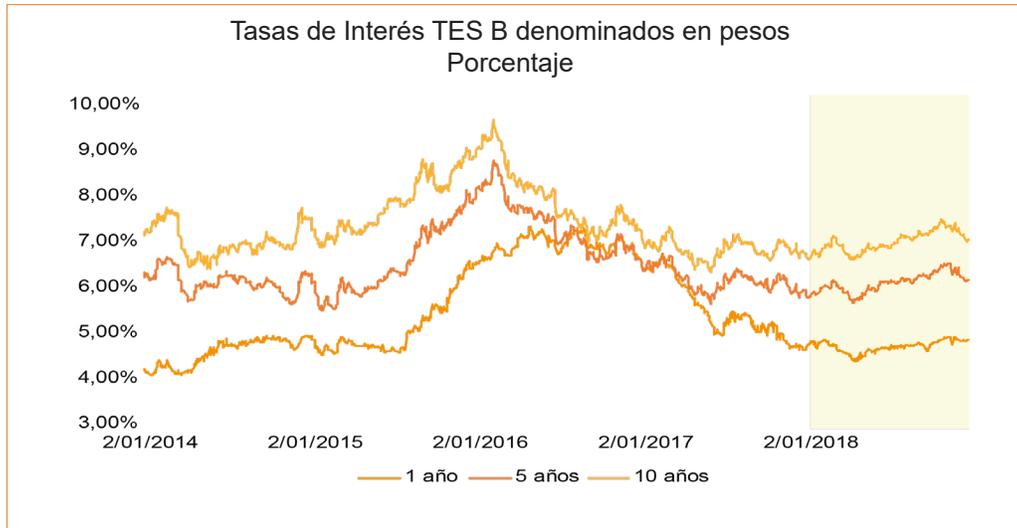
La totalidad de estos pagarés se encuentran contratados con el Sistema General de Regalías. De acuerdo con la Dirección del Tesoro Nacional, por pagarés se cancelaron \$911.626,5 millones (0,1% del PIB) por concepto de intereses en lo corrido del año. Si se adiciona el saldo de TES B de corto plazo (\$10,05 billones), al cierre de 2018 las operaciones internas de financiamiento de corto plazo del GNC ascendieron a \$26,65 billones (2,7% del PIB), con un incremento de \$4,65 billones (21,1%) frente al registro de diciembre de 2017.

Uno de los elementos más importantes al momento de evaluar el comportamiento del mercado de la deuda pública interna corresponde a los rendimientos de los títulos. Las tasas de los TES B para diferentes plazos, discriminadas por pesos y UVR, son calculadas por el Banco de la República con la información de los precios de mercado, utilizando el modelo de *Nelson y Siegel*²⁶ para el cálculo de curvas de rendimientos. La información se calcula en forma diaria para tres plazos: uno, cinco y 10 años.

Las tasas de interés de los TES B denominados en pesos presentaron una menor volatilidad comparados con años anteriores e incrementándola con el plazo del título. Las tasas iniciaron 2018 con una tendencia al alza hasta mediados de marzo cuando se definieron las elecciones para Congreso de la República. Las tasas comienzan a descender hasta alcanzar a finales de abril los mínimos de 2018. Las mayores compras por parte de fondos extranjeros y el incremento del precio internacional del crudo (con un impacto positivo sobre las finanzas públicas) se han identificado como causas de este comportamiento. Desde mayo y hasta inicios de noviembre las tasas mantuvieron una tendencia creciente, pero reaccionando a los movimientos de los precios del crudo, los resultados electorales, los cambios en las tasas de los tesoros americanos, entre otros factores. Al final del año las tasas presentaron una caída especialmente las de mediano y largo plazo.

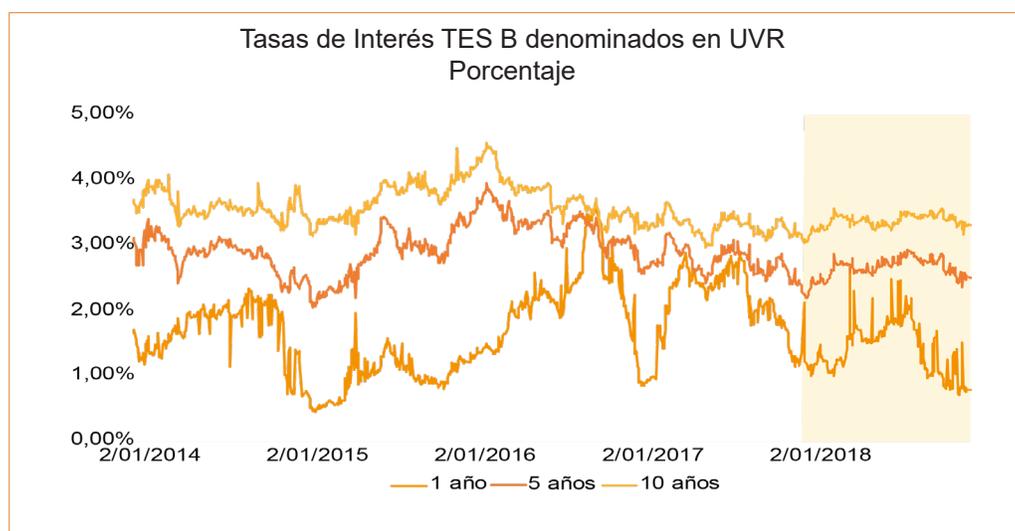
La incertidumbre creada por la discusión de la Ley de Financiamiento y, por ende, de la capacidad del Gobierno de cumplir con las metas fiscales, la valorización de los bonos del tesoro americano y los anuncios de las calificadoras de riesgo fueron los factores que influyeron en este comportamiento. Los valores de los rendimientos promedio para 2018 en los distintos plazos fueron de 4,7% para los bonos a un año, 6,1% para los títulos a cinco años y 7,0% para los TES B a 10 años (Gráfico 3-12).

²⁶ Para detalles del modelo de Nelson y Siegel véase Arango, Melo y Vásquez (2002).

Gráfico 3-12

Fuente: Banco de la República.

Las tasas de los TES B denominados en UVR presentaron una menor volatilidad, especialmente para los títulos a cinco y diez años, respecto a años anteriores conforme a la menor variabilidad de la tasa de inflación. Respecto a los títulos de corto plazo, estos reaccionaron fuertemente en marzo a las expectativas de reducción de la tasa de intervención del banco central que terminó por verificarse; el repunte de la inflación en mayo y junio provocó nuevos movimientos en la tasa de los bonos con vencimiento en un año; finalmente, la expectativa por las operaciones de manejo de octubre volvió a mover las tasas. En 2018 las tasas promedio para los distintos plazos fueron de 1,4% para los bonos a un año, 2,6% para los títulos a cinco años y 3,4% para los TES B a 10 años (Gráfico 3-13).

Gráfico 3-13

Fuente: Banco de la República.

3.3.2 Emisiones de TES B

La subasta de tipo holandés es el mecanismo a través del cual se lleva a cabo la colocación en el mercado primario de TES Clase B, tanto de corto como de largo plazo. El Ministerio de Hacienda define una tasa de corte y un monto a subastar, adjudicando total o parcialmente las ofertas cuya tasa sea menor o igual a ésta. Las ofertas adjudicadas se aprobarán a la tasa de corte, de forma que todos los participantes cuya oferta haya sido aprobada paguen el mismo precio y obtengan el rendimiento correspondiente a esta misma tasa. Para los TES B de largo plazo existe la posibilidad de una suscripción adicional que se puede ejercer 12 días después a través de una subasta no competitiva. Bajo este mecanismo, se tiene la opción de adquirir un monto adicional a los TES adjudicados en la subasta competitiva siempre y cuando no supere el monto del esquema competitivo y rigiendo la misma tasa de corte.

El Ministerio de Hacienda determina los montos a subastar de TES B tanto de corto como de largo plazo. Las subastas se realizan en fechas separadas así: los TES B de corto plazo se subastan todas las semanas los días martes. Los TES B de largo plazo se subastan los días miércoles realizándose las operaciones de los TES B en UVR la primer y tercer semana del mes y la de los TES B en pesos la segunda y cuarta

semana del mes. Para 2018 se definió negociar las siguientes emisiones de largo plazo:

i) Para los TES B en pesos como referencia a cinco años una nueva emisión con vencimiento en noviembre de 2025 con tasa cupón de 6,25%; como referencia a 10 años la emisión con vencimiento en abril de 2028 y como referencia a 15 años la emisión con vencimiento en junio de 2032.

ii) Para los TES B en UVR como referencia a cinco años la emisión con vencimiento en febrero de 2023; como referencia a 10 años la emisión con vencimiento en marzo de 2027 y como referencia a 15 años la emisión con vencimiento en abril de 2035. Adicionalmente, desde enero el GNC colocó TES B denominados en UVR con vencimiento en junio de 2049. Con esta nueva emisión se buscó mejorar el perfil del portafolio de deuda al ampliar la vida media del mismo. El monto colocado a lo largo del año fue de \$3,04 billones a una tasa cupón de 3,75%.

Para 2018 el Ministerio de Hacienda definió los siguientes cupos para cada subasta: \$250.000 millones para los TES B de corto plazo, \$700.000 millones para los TES B denominados en pesos y \$350.000 millones para los TES B denominados en UVR (salvo los que vencen en 2049). El cronograma de subastas de largo plazo se cumplió entre enero y la primera semana de noviembre cuando se colmó el cupo asignado (aunque las últimas subastas competitivas culminaron en octubre).

Mediante las subastas de TES B de corto plazo el GNC recaudó \$13,00 billones en 2018 (Cuadro 3-16). A través de subastas competitivas o primarias se recaudaron \$13,30 billones en las operaciones de TES B en pesos y \$10,02 billones en las subastas de TES B en UVR (incluyendo los \$3,04 billones de las subastas de largo plazo). En el caso de las subastas no competitivas se obtuvieron fondos por \$4,59 billones y \$3,17 billones por las transacciones con TES B en pesos y en UVR, respectivamente. Con entidades públicas se colocaron \$7,85 billones. En total, por colocaciones de títulos de largo plazo se recaudaron \$38,93 billones.

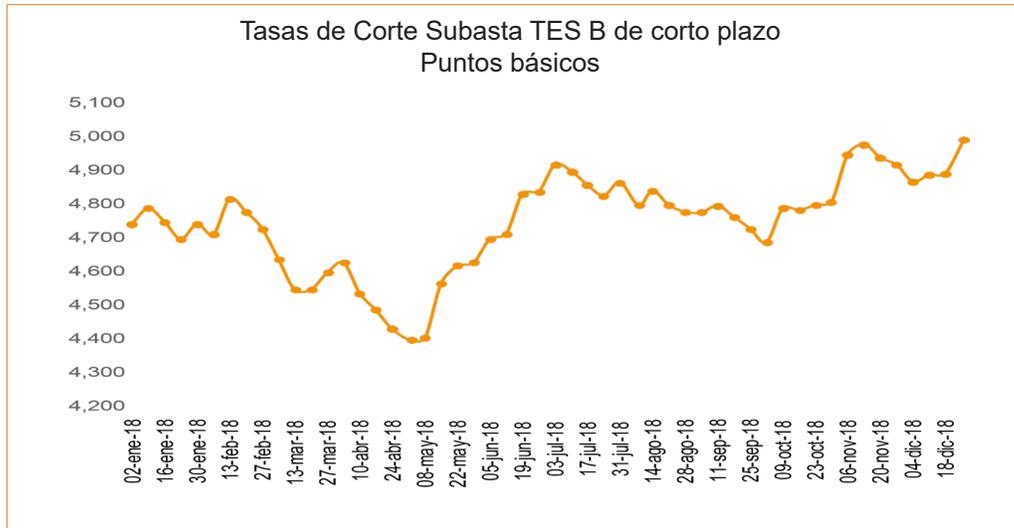
Cuadro 3-16Colocaciones mensuales de TES B - 2018
Cifras en billones de pesos

Mes	Corto plazo	Subasta primaria		No competitiva		Subastas + no competitivas	Entidades publicas	Total
		COP	UVR	COP	UVR			
Enero	1,25	1,40	1,71	0,00	0,00	3,11	0,99	5,36
Febrero	1,00	1,40	0,70	0,57	0,30	2,97	0,98	4,95
Marzo	1,00	0,70	0,70	0,71	0,18	2,29	0,65	3,94
Abril	1,00	1,40	1,45	0,00	0,90	3,75	0,76	5,51
Mayo	1,25	1,40	1,45	0,27	0,48	3,60	1,45	6,30
Junio	1,00	1,40	1,20	0,88	0,06	3,54	0,39	4,93
Julio	1,25	1,40	0,70	0,42	0,28	2,80	0,80	4,85
Agosto	1,00	1,40	0,70	0,69	0,35	3,14	0,44	4,58
Septiembre	1,00	1,40	0,70	0,79	0,28	3,17	0,25	4,42
Octubre	1,25	1,40	0,70	0,00	0,35	2,45	0,45	4,14
Noviembre	1,00	0,00	0,00	0,27	0,00	0,27	0,46	1,73
Diciembre	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24	1,24
Total	13,00	13,30	10,02	4,59	3,17	31,08	7,85	51,93

Fuente: Contraloría General de la República.

Las tasas de corte de las subastas de los TES B de corto plazo mantuvieron al principio del año la tendencia decreciente que traían desde 2017. En mayo y junio las tasas se incrementaron en un momento en el que la inflación mostró un leve repunte y se estaba decidiendo el rumbo político del país. En el tercer trimestre, con la corrección de la inflación a la baja (que llegó a un mínimo de 3,10% en agosto) las tasas descendieron, pero la aparición de presiones inflacionarias²⁷ en la última parte del año, sumado a las dificultades del GNC para aprobar las reformas propuestas, impulsaron al alza las tasas hasta llegar a 4,99% en la última subasta del año (Gráfico 3-14).

²⁷ Devaluación de la moneda, probabilidad del Fenómeno de El Niño y aumento del salario mínimo.

Gráfico 3-14

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Para los TES B denominados en UVR se presentó una tendencia creciente durante los primeros ocho meses del año hasta alcanzar un máximo en la segunda subasta de agosto (Cuadro 3-17). A partir de ese momento (cuando se culminó el proceso electoral y la inflación mostró una tendencia a la baja) las tasas descendieron y se estabilizaron en las últimas subastas. Las tasas de corte para los TES B en pesos presentaron una clara tendencia al alza desde abril registrando el mayor incremento de la referencia a diez años (siguiendo la tendencia de los bonos del Tesoro americano de la misma referencia). En ambos casos, al terminar las subastas competitivas de largo plazo en octubre, no se cuenta con registros acerca de cómo percibió el mercado el trámite de las propuestas del Gobierno en el Congreso en los dos últimos meses del año.

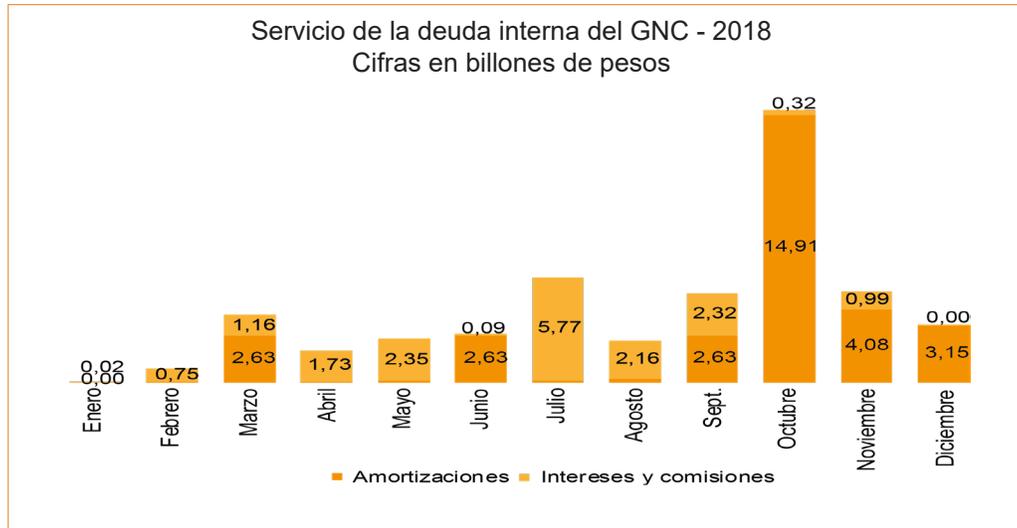
Cuadro 3-17Tasas de corte de subasta de TES B de largo plazo
Porcentajes

Fecha operación	TES B UVR				Fecha operación	TES B PESOS		
	Vencimiento del título					Vencimiento del título		
	23/02/2023	17/03/2027	4/04/2035	16/06/2049		26/11/2025	28/04/2028	30/06/2032
3/01/2018	2,16	2,87	3,47		10/01/2018	6,22		
17/01/2018	2,32	2,97	3,53		24/01/2018	6,26		
31/01/2018				3,77	14/02/2018	6,42	6,71	7,01
7/02/2018	2,39	3,01	3,62		28/02/2018	6,43	6,74	7,04
21/02/2018	2,42	3,07	3,66		14/03/2018	6,43	6,68	7,01
7/03/2018	2,72	3,15	3,79		11/04/2018	6,13	6,29	6,72
21/03/2018	2,73	3,14	3,76		25/04/2018	6,23	6,49	6,86
4/04/2018	2,79	3,19	3,77		9/05/2018	6,35	6,57	6,98
18/04/2018	2,69	3,10	3,70		23/05/2018	6,38	6,58	7,02
26/04/2018				3,88	13/06/2018	6,43	6,56	7,04
2/05/2018	2,65	3,12	3,72		27/06/2018	6,45	6,52	7,04
16/05/2018	2,59	3,28	3,77		11/07/2018	6,46	6,52	7,07
30/05/2018				3,87	25/07/2018	6,54	6,76	7,21
6/06/2018	2,51	3,10	3,49		8/08/2018	6,54	6,83	7,26
20/06/2018	2,66	3,09	3,56		22/08/2018	6,50	6,77	7,17
28/06/2018				3,86	12/09/2018	6,61	6,92	7,28
4/07/2018	2,69	3,11	3,59		26/09/2018	6,57	6,90	7,25
18/07/2018	2,71	3,11	3,62		10/10/2018	6,62	6,94	7,30
1/08/2018	2,75	3,21	3,75		24/10/2018	6,78	7,13	7,47
15/08/2018	2,88	3,37	3,80					
5/09/2018	2,73	3,17	3,67					
19/09/2018	2,64	3,20	3,70					
3/10/2018	2,58	3,18	3,69					
17/10/2018	2,64	3,22	3,71					

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3.3.3 Servicio de la deuda interna

Por servicio de su deuda interna el GNC canceló en 2018 \$48,13 billones, (4,9% del PIB), discriminados en \$30,47 billones por amortizaciones (incluye \$12,26 billones de la operación de canje) y por pago de intereses y comisiones \$17,66 billones. La distribución mensual de los pagos por amortizaciones responde a varios elementos: los vencimientos trimestrales de los TES B de corto plazo, el pago de los TES B que vencían en octubre y noviembre y la operación de canje de deuda que se ejecutó en octubre (Gráfico 3-15).

Gráfico 3-15

Fuente: Contraloría General de la República.

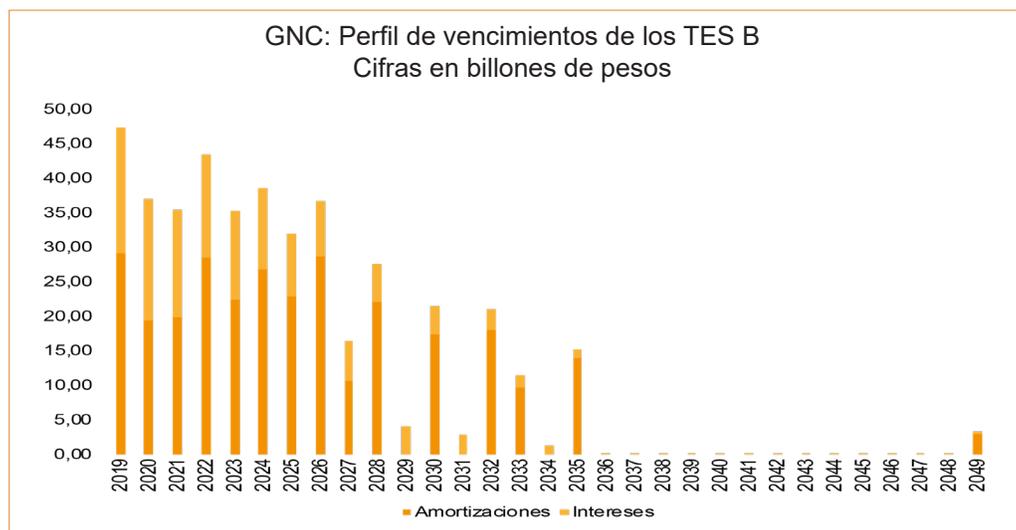
El pago de intereses se distribuye a lo largo del año de acuerdo con las emisiones vigentes y las contrataciones realizadas. En el caso de los TES B los pagos se concentran entre marzo y mayo cuando vencen el 40,5% del portafolio y entre julio y septiembre cuando tienen sus vencimientos el 41,7% del saldo vigente. Toda vez que la inflación se comportó de acuerdo con las expectativas del Gobierno no se presentaron presiones adicionales por este concepto en la vigencia.

3.3.4 Perfil de los TES B

El portafolio de TES B a diciembre de 2018 que se mostró en el Cuadro 3-13 permite construir el perfil de vencimientos de estos títulos con el saldo vigente en ese momento (no se tiene en cuenta la variación futura de la UVR que afecta tanto las amortizaciones como el pago de intereses). Respecto al año anterior se presenta un horizonte de pagos más amplio por la emisión del bono con vencimiento en 2049. El perfil de los TES B indica que las amortizaciones de TES B se concentrarán en los años 2019 (9,9% del total), 2022 (9,7%), 2024 (9,2%) y 2026 (9,8%).

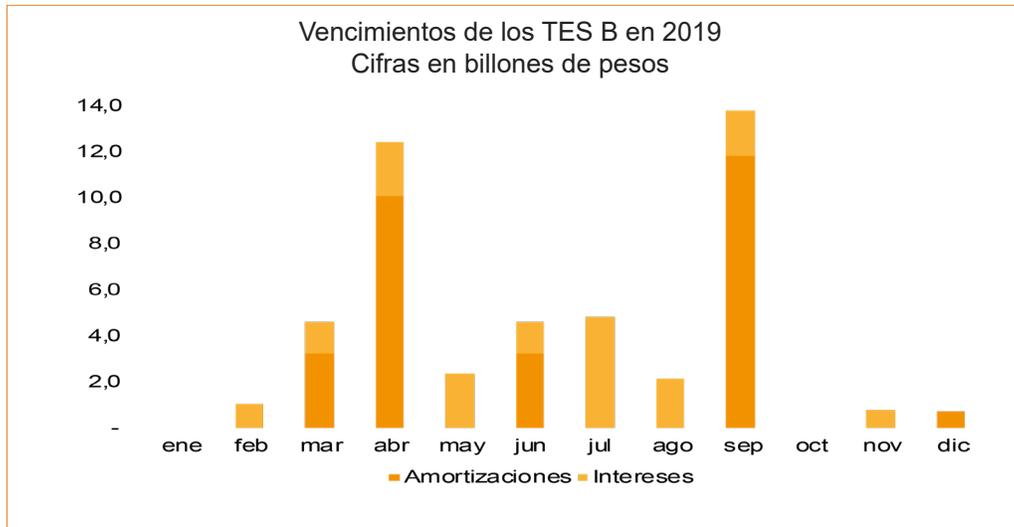
El nivel de concentración de 2019 habría sido superior sin las operaciones de canje de octubre. Estos niveles de concentración responden a vencimientos de TES B en pesos, que presentan sus vencimientos en años pares, con la única excepción de 2019 cuando se registra un vencimiento, mientras los TES B en UVR se cancelan en años impares. El monto proyectado de intereses va decayendo a medida que las distintas emisiones van siendo canceladas (Gráfico 3-16).

Gráfico 3-16



Fuente: Contraloría General de la República.

El perfil proyectado para 2019 muestra una importante concentración de vencimientos en los meses de abril (\$10,10 billones) y septiembre (\$11,83 billones). Respecto al pago de intereses, estos se concentrarán entre marzo y septiembre con un pico en julio (\$4,83 billones) (Gráfico 3-17).

Gráfico 3-17

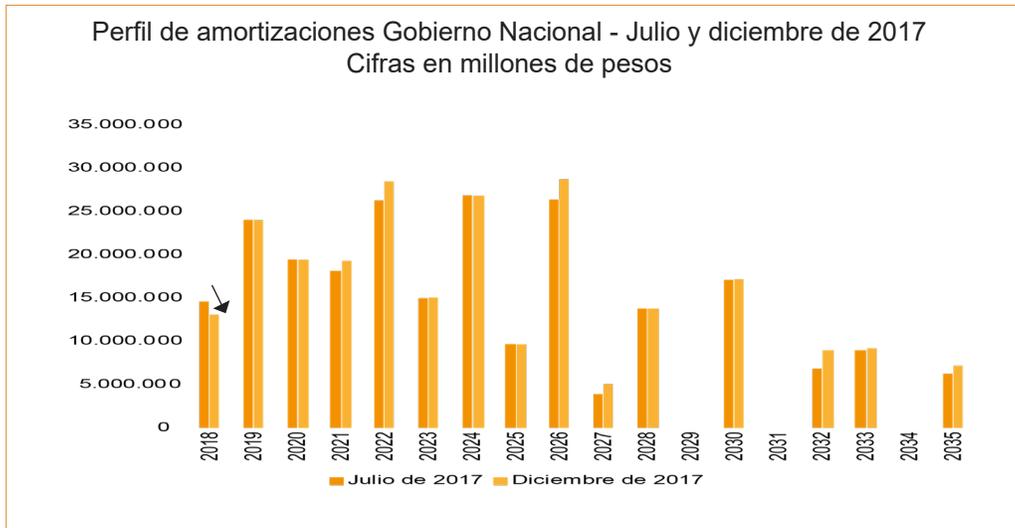
Fuente: Contraloría General de la República.

3.3.5 Operaciones de manejo de deuda interna 2018

Al finalizar julio de 2017 el perfil de deuda del Gobierno mostraba el vencimiento de dos emisiones de TES B de largo plazo en 2018: la primera en octubre por un monto de \$4.932.331 millones y la segunda en noviembre por un monto de \$9,668,635 millones, para un gasto total por amortizaciones de TES B de \$14.600.966 millones. Así quedó reflejado en el Presupuesto General de la Nación (PGN) 2018 aprobado mediante Ley 1873 de 2017.

En octubre de 2017 el Gobierno realizó una redención anticipada de TES B por \$1.500.000 millones, operación que afectó el PGN 2017 y liberó espacio presupuestal en 2018. Al comparar los perfiles de vencimiento de los TES B de largo plazo de julio y diciembre de 2017 se nota la caída de las amortizaciones estimadas para 2018 precisamente por el monto de la operación de manejo (Gráfico 3-18). Además, se presenta un ahorro de \$168.750 millones en el pago de intereses de 2018.

Gráfico 3-18



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

La debilidad en el recaudo tributario, las dificultades para cumplir con los compromisos de gasto y los desafíos del proyecto de Presupuesto de 2019 llevaron al Gobierno a realizar una operación de canje de títulos en octubre de 2018 autorizada por la Resolución 3352 de 2018. Mediante esta operación se recibieron títulos por \$12.306.350 millones con vencimientos en 2018 y 2019 y se entregaron al mercado TES B por \$12.264.507 millones con vencimientos entre 2023 y 2035 (Cuadro 3-18).

Cuadro 3-18Operación de canje de deuda – octubre de 2018
Cifras en millones de pesos

Vencimiento	Moneda	Cupón	Valor nominal COP
TES B Recibidos			
24-10-18	COP	11,25%	906.514
21-11-18	COP	5,00%	5.632.635
17-04-19	UVR	3,50%	498.249
11-09-19	COP	7,00%	5.268.951
Total			12.306.350
TES B Entregados			
23-02-23	UVR	4,75%	2.207.131
26-11-25	UVR	3,50%	2.210.000
17-03-27	UVR	3,30%	1.713.773
28-04-28	COP	6,00%	2.450.000
30-06-32	COP	7,00%	1.840.000
04-04-35	UVR	4,75%	1.843.604
Total			12.264.508

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El cuadro 3-19 muestra el servicio de la deuda proyectado de los títulos involucrados en la operación de canje, tanto si no se hubiese realizado la operación como con los nuevos títulos que el Gobierno entregó al mercado. Para los TES B denominados en UVR se utilizó un supuesto de incremento de 3% anual. Tomando una tasa de descuento del 3,0%, el ejercicio muestra que se logra disminuir el valor presente de las amortizaciones en \$1.138.891 millones, pero a costo de un incremento de \$5.079.688 millones en el valor presente del pago de intereses (por las mayores tasas cupón y los mayores plazos). En total se presenta, a valor presente, un mayor servicio de la deuda de \$3.940.797 millones.

Cuadro 3-19

Servicio de la deuda proyectado de los TES B involucrados
en la operación de canje de octubre de 2018
Cifras en millones de pesos

Operación	Amortización	Intereses	Amortización	Intereses
2018	6.539	383,61	-	77,35
2019	5.782	397,85	-	611,90
2020			-	621,99
2021			-	632,37
2022			-	643,07
2023			2.558,67	654,09
2024			-	540,25
2025			2.718,02	548,19
2026			-	458,37
2027			2.236,08	463,85
2028			2.450,00	393,49
2029			-	250,02
2030			-	253,66
2031			-	257,40
2032			1.840,00	261,26
2033			-	136,43
2034			-	140,53
2035			3.047,20	144,74
Valor Presente	12.152,89	769,88	11.013,00	5.849,57

Fuente: cálculos propios Contraloría General de la República.

No obstante, debe tenerse en cuenta que este ejercicio no considera el tipo de gasto en que se apliquen los recursos liberados con la operación (o del tipo de financiamiento alternativo al que podría recurrir el gobierno). Si estos gastos generan una alta rentabilidad económica y/o social (costo de oportunidad), estos beneficios deberían incluirse en la evaluación de la operación de canje.

3.3.6 Tenedores de TES B

El Ministerio de Hacienda desde la última década del siglo pasado se dio a la tarea de desarrollar un mercado de deuda local con títulos denominados en pesos y en UVR. Para ello creó una base de inversionistas a partir de los excedentes de las instituciones públicas, los fondos

privados de pensiones y los bancos comerciales y desarrolló, a su vez, una infraestructura tecnológica y legal que potenciara el mercado de deuda interna.

Con la profundización del mercado de TES B aparecieron nuevos inversionistas, entre ellos algunos externos, que diversificaron el lado de la demanda de este mercado. Entender la base de inversionistas, tanto locales como externos, permite caracterizar y entender la dinámica de la demanda de los mercados de deuda locales. Para el gobierno, en su papel de emisor de los títulos de deuda, una modificación en la composición de dicha base puede representar cambios en los costos de endeudamiento y en el riesgo de financiamiento. Esto se debe a que los distintos tipos de inversionistas tienen características diferentes en términos de objetivos, tolerancia al riesgo, estrategias de inversión, restricciones (grado de regulación) e incentivos.

En 2018 el sector privado mantenía 75,0% de las emisiones vigentes de TES B de largo plazo y el sector público el 25,0% restante (Cuadro 3-20). En 2014 la participación del sector privado era de 65,8% evidenciando que este sector ha venido ganando participación en los últimos años, esta tendencia se debe a cambios normativos que relegaron al sector público de la captación de TES B forzosos y convenidos por la entrada de la Cuenta Única Nacional (Artículo 261 Ley 1450 de 2011). En 2018 el sector privado aumentó sus tenencias en \$29,81 billones, el sector público lo hizo en tan solo \$6,46 billones, si no se tiene en cuenta la acumulación de la propia Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en \$10,98 billones el sector público disminuyó su portafolio de TES B en \$4,52 billones.

Cuadro 3-20Saldos de TES B de largo plazo por sectores 2014-2018
Cifras en billones de pesos

Entidad	2015	2016	2017	2018	Variación		Participación
					Absoluta	%	%
Sector público	58,10	61,40	64,13	70,59	6,46	10,07	25,0
Nivel Nacional	33,60	38,76	40,48	47,02	6,54	16,2	16,6
Administración Central	8,27	6,43	3,27	14,25	10,98	335,4	5,0
Empresas nacionales	0,32	0,24	2,02	1,96	-0,06	-3,0	0,7
Entidades autónomas	0,51	0,43	0,21	0,16	-0,05	-22,8	0,1
Entidades descentralizadas	1,33	0,63	0,47	0,55	0,09	18,3	0,2
Sector Financiero y Banco de la República	23,14	31,00	34,49	30,08	-4,41	-12,8	10,6
Seguridad Social y E.S.E.	0,03	0,03	0,01	0,01	0,00	-35,5	0,0
Nivel territorial	0,25	0,19	0,21	0,22	0,01	4,6	0,1
Administraciones Centrales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,5	0,0
Entidades descentralizadas	0,25	0,19	0,21	0,22	0,01	4,6	0,1
Fondos de pensiones y fiducias públicas	24,25	22,45	23,45	23,36	-0,09	-0,4	8,3
Instituto de Seguros Sociales - Colpensiones	2,25	2,36	2,48	2,71	0,23	9,2	1,0
Fondos de Previsión Congreso y Caprecom	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	n.a	0,0
Pensiones Ecopetrol	4,30	0,72	0,75	0,81	0,06	8,3	0,3
Fidupensiones Telecom	0,70	2,80	3,66	1,41	-2,25	-61,5	0,5
Fidufosyga	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00	n.a	0,0
Patrimonios FONPET	14,91	16,09	15,09	16,99	1,90	12,6	6,0
Otros	1,78	0,48	1,47	1,45	-0,03	-1,9	0,5
Sector privado	139,24	160,59	182,50	212,31	29,81	16,3	75,0
Fondos de pensiones y cesantías	55,94	54,56	67,10	77,68	10,58	15,8	27,5
Bancos, corporaciones y fondos mutuos	48,77	62,15	84,13	109,51	25,38	30,2	38,7
Compañías de Seguros y Cap.	9,26	9,14	11,72	14,63	2,91	24,8	5,2
Sociedades fiduciarias	2,47	5,16	2,77	2,11	-0,66	-23,8	0,7
Otros	22,80	29,58	16,78	8,38	-8,40	-50,0	3,0
TES B en circulación	197,34	221,99	246,64	282,91	36,27	14,7	100,0

Fuente: Banco de la República – Contraloría General de la República.

En el sector privado los bonos del GNC se concentran en dos sectores: Bancos, Corporaciones y Fondos Mutuos de Inversión (\$109,51 billones) y Fondos de Pensiones y Cesantías (\$77,68 billones). Cabe resaltar la participación de los Fondos de Inversión Extranjeros, fenómeno que se viene observando en los últimos años. En 2018 las tenencias por parte de fondos extranjeros (867 fondos en total) ascendieron a \$76,84 billo-

nes correspondientes a 27,2% del total de TES B de largo plazo (Cuadro 3-21). La siguiente sección hace una presentación más detallada de la evolución de las tenencias de TES B por inversionistas externos.

Cuadro 3-21

Tenencias de TES B Fondos de inversión extranjera 2018 Cifras en billones de pesos

Fondo	mar.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18
<i>Franklin Templeton Investment Funds</i>	6,19	6,18	5,72	5,51
<i>Templeton Income Trust-Templeton Global Bond</i>	4,33	4,33	3,97	3,82
<i>Government Of Norway</i>	2,61	2,78	2,89	3,43
<i>Monetary Authority Of Singapore</i>	3,98	3,31	3,35	3,42
<i>Saudi Arabian Monetary Agency</i>	2,86	3,00	3,00	2,75
<i>Stichting Pggm Depository</i>	1,65	2,08	2,10	2,26
<i>Julius Baer Multibond - Local Emerging Bond F</i>	1,96	1,96	1,96	1,96
<i>Government Pension Investment Fund</i>	1,21	1,72	1,87	1,93
<i>Ishares Iii Public Limited Company</i>	1,16	1,10	1,10	1,26
<i>Caisse De Depot Et Placement Du Quebec</i>	0,65	0,65	1,20	1,26
<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	1,09	1,14	1,15	1,23
<i>Blackrock Global Funds</i>	0,98	1,10	1,04	1,11
<i>Ontario Teachers' Pension Plan Board</i>	0,87	0,92	1,00	0,92
<i>Pictet - Emerging Local Currency Debt</i>	0,81	0,77	0,77	0,68
<i>Universities Superannuation Scheme</i>	0,46	0,53	0,62	0,65
<i>Market Vectors Emerging Markets Local Currenc</i>	0,70	0,57	0,55	0,62
<i>Investec Global Strategy Fund Emer</i>	0,51	0,69	0,71	0,59
<i>Legal & General Assurance Pensions Management</i>	0,38	0,46	0,56	0,58
<i>Templeton Income Trust - Templeton Global Tot</i>	0,60	0,60	0,60	0,57
<i>Goldman Sachs Funds - Goldman Sachs Growth An</i>	0,56	0,58	0,54	0,54
Otros fondos (847 fondos)	34,67	35,84	38,79	41,72
Total fondos de inversion extranjera	68,22	70,31	73,48	76,84

Fuente: Banco de la República – Contraloría General de la República

El propio sector público al cierre de 2018 mantiene \$70,59 billones de TES B de largo plazo. Se concentra este en el Sector Financiero (\$30,08 billones) y en los Fondos de Pensiones y Fiducias Publicas (\$23,36 billones). Dentro del Sistema Financiero los mayores tenedores son el Banco Agrario (\$7,53 billones) el Banco de la República (\$6,48 billones), y la Caja Promotora de la Vivienda Militar (\$5,97 billones). Dentro de los fondos que administran pensiones públicas

se destacan el FONPET con \$16,99 billones, Fidupensiones Telecom (\$1,41 billones) y Colpensiones (\$2,71 billones). Respecto a las demás entidades públicas sobresalen los casos de la DTN (\$14,25 billones) y Ecopetrol (\$1,85 billones). La Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) realizó a lo largo del año un proceso de acumulación de TES B, cuyo portafolio le permitió realizar operaciones de manejo de deuda, que sería una acumulación de carácter preventivo, la cual no solo obedeció a compras de títulos sino también a giros recibidos en estos títulos.

A continuación, se discute la forma cómo evolucionó la distribución mensual de tenedores de TES B durante el periodo 2010-2018, es decir tras la crisis financiera global de 2008. Se toma como fuente de información los reportes mensuales sobre esta materia del Ministerio de Hacienda publicados por su Oficina de Relaciones con Inversionistas. Esta clasificación puede diferir de la presentada en los cuadros anteriores, puesto que el Ministerio separa la información por la denominación de las emisiones (TES B denominados en pesos y TES B denominados en UVR) y adicionalmente incluyó títulos tanto de corto como de largo plazo, mientras que en los párrafos anteriores solo considerábamos los TES B de largo plazo.

Algunos grupos de tenedores prefirieron los TES B denominados en pesos, mientras otros lo hacen por los denominados en UVR. Algunos han afianzado esta preferencia a lo largo del periodo. Por ello es recomendable analizar las tendencias a lo largo del periodo considerando separadamente los títulos por unidad de denominación (Gráfico 3-19). Los principales cambios por cada grupo de tenedor se describen a continuación.

- Los fondos de capital extranjero mantenían el 1,0% de los TES B al inicio de 2010 y empezaron a ganar participación hasta llegar al 6,5% en diciembre de 2013. Desde 2014 las compras netas de este grupo se aceleraron de forma que a finales de 2018 poseían el 26,4% de las tenencias totales de TES B. El efecto es más marcado cuando diferenciamos entre TES B denominados en pesos y los denominados en UVR. Claramente se ve que los fondos de capital extranjero han preferido posicionarse en los bonos denominados en pesos llegando a tener el 39,2% del total al cierre de 2018.
- Los fondos de pensiones y cesantías constituyen los principales tenedores de TES B. En promedio, durante el periodo mantuvieron el 28,9% de estos títulos, aunque en el último año descendió al 27,3%. Este grupo manifiesta una preferencia por los TES B en UVR

pasando de tener el 40,1% a principios de 2010 al 55,5% al cierre de 2018 (con un registro máximo de 62,1% en marzo de 2013). Al tiempo, sus inversiones en TES B en pesos descendieron, al pasar de 22,6% a 13,2% entre 2010 y 2018.

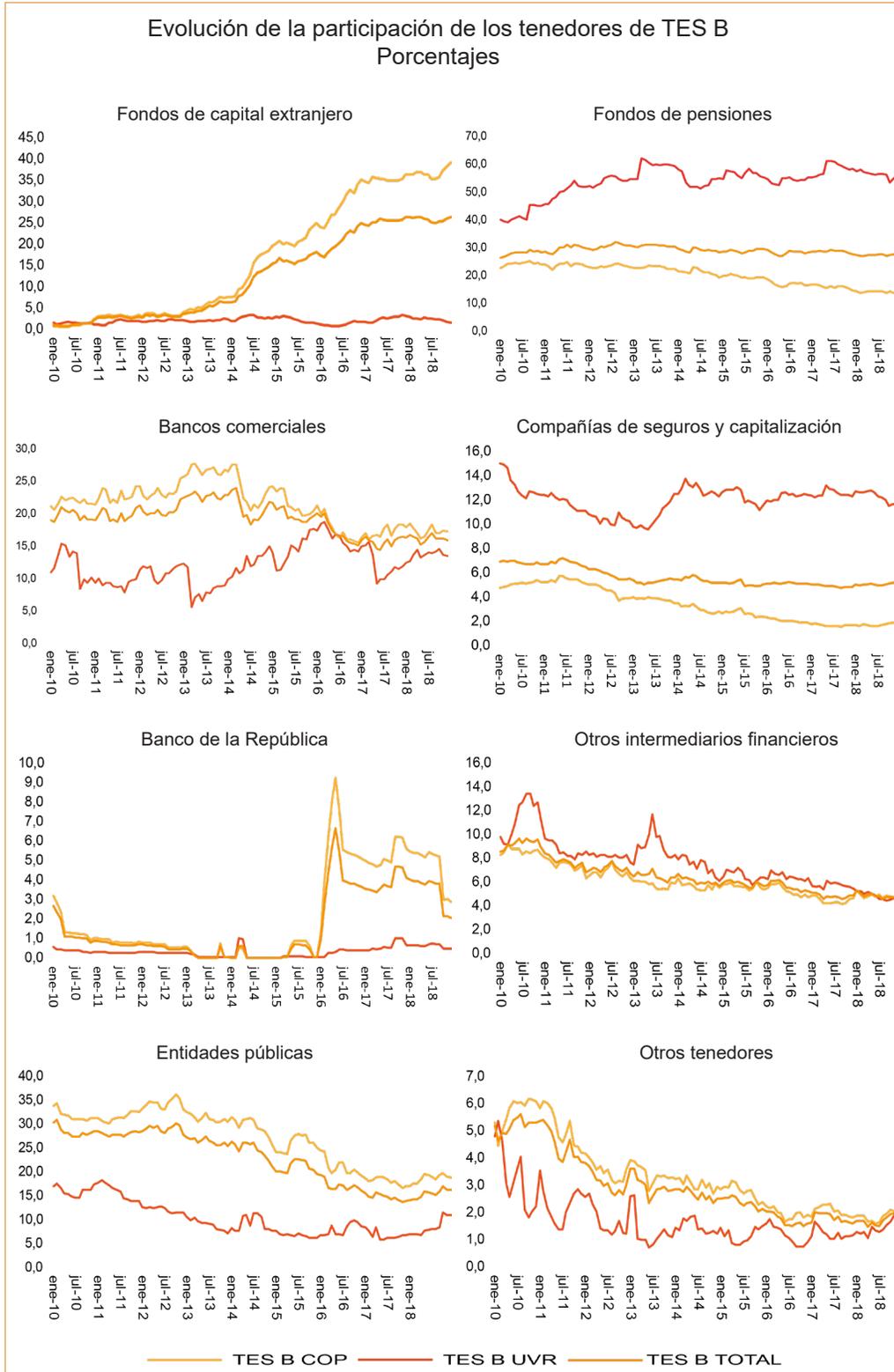
La concentración de los TES B en UVR en poder de los fondos de pensiones y cesantías muestra la política de estas entidades de mantener inversiones seguras que conservan el valor real del ahorro de sus afiliados. Sin embargo, cabría preguntarse la conveniencia de que una porción tan grande del ahorro del país se dirija a financiar el déficit fiscal y no a inversiones productivas del sector privado que potencien el desarrollo y crecimiento del país.

- Entre 2010 y 2012 los bancos comerciales tuvieron en promedio el 20% de las emisiones de TES B. En los dos años siguientes su participación aumentó llegando en promedio a 22,7% y desde ese momento se presentó una tendencia decreciente en el indicador, de forma que entre 2017 y 2018 su parte llegó en promedio a 15,9%. En su portafolio tienen un mayor peso los TES B denominados en pesos.
- Las compañías de seguros y capitalización perdieron participación durante el periodo, mientras entre que en 2010 y 2011 estas entidades mantenían en promedio el 6,9% de las emisiones de TES B y para el periodo 2016-2018 habían caído a 5,1%. Este grupo de tenedores han preferido los TES B en UVR, de forma que al cierre de 2018 poseían el 11,6% del total de esta clase de bonos.
- El Banco de la República mantuvo saldos muy bajos hasta fines de 2015. En 2016 sus compras lo llevaron a tener el 6,7% de los TES B totales y el 9,3% de los denominados en pesos. En los años siguientes las tenencias del banco central fueron en promedio de 3,9%, aunque en el último trimestre de 2018 descendieron al 2,2%.

Esta caída en el último trimestre de 2018 se debe a la venta de TES B con vencimiento en 2018 y 2019 por \$5,05 billones por parte del Banco de la República al Ministerio de Hacienda y Crédito Público el 2 de octubre de 2018. Esta venta se realizó atendiendo una solicitud del Ministerio de Hacienda que buscaba con esta operación mejorar la gestión de su caja y de los vencimientos del tramo corriente de su deuda. De acuerdo con lo informado por el Emisor los recursos para la compra de los TES B provenían de los depósitos del Ministerio en el Banco de la República. De esta forma, en el balance de este último se redujo un activo (inversiones en TES B) y de

forma simultánea un pasivo (depósitos de la tesorería) en la misma magnitud. De esta forma, la operación no afectó la base monetaria ni por tanto la liquidez de la economía.

- Los demás grupos vieron caer su participación durante el periodo, de tal manera que el grupo de otros intermediarios financieros pasó, en promedio, del 9,2% en 2010 al 4,9% en 2018; el grupo de entidades públicas mantuvo, en promedio, el 28,5% de las emisiones de TES B entre 2010 y 2012, cuyo valor cayó al 16,2% en el cierre de 2018. Este grupo ha preferido relativamente los TES B denominados en pesos a lo largo del periodo. Finalmente, los otros tenedores pasaron de poseer, en promedio, el 5,2% de los TES B en 2010 al 2,0% en diciembre de 2018.



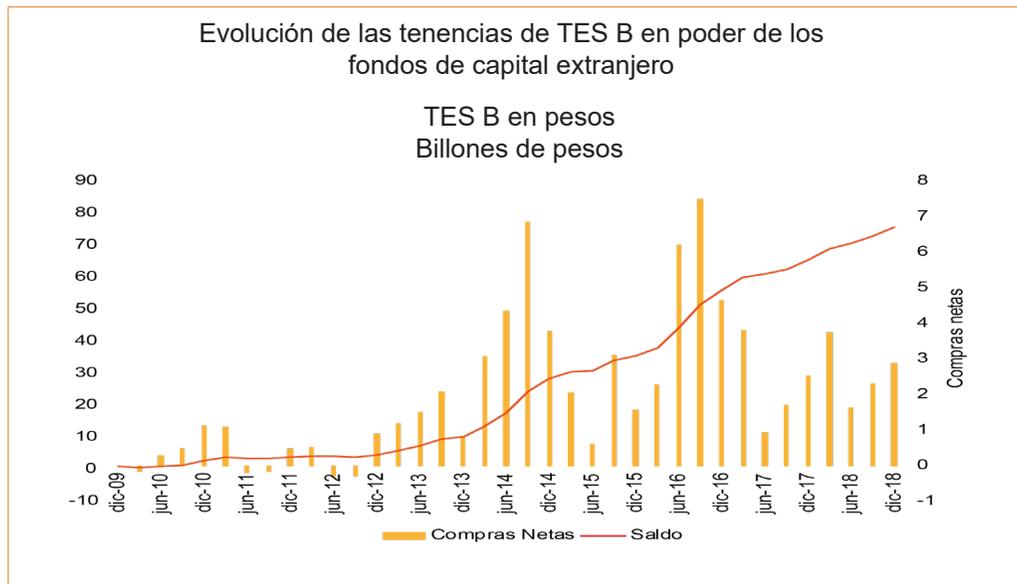
Fuente: elaboración propia a partir del Ministerio de Hacienda.

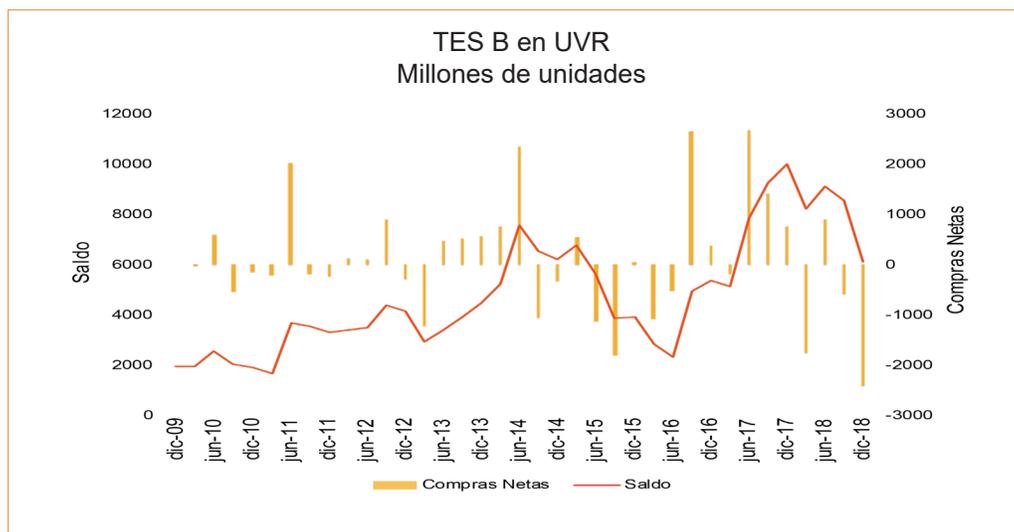
3.3.7 TES B en el portafolio de los fondos de inversión extranjera 2010-2018

3.3.7.1 Tendencias y montos

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, los fondos de capital extranjero tenían al cierre de 2018 \$77,36 billones de títulos TES B, de los cuales \$75,76 billones estaban denominados en pesos y \$1,60 billones en UVR (6.147,50 millones de UVR). En el caso de los TES B en pesos, donde los inversionistas extranjeros se han concentrado, la tendencia creciente en las tenencias se ha mantenido a lo largo de todo el periodo. Como puede apreciarse en el Gráfico 3-20 las compras netas trimestrales fueron positivas desde 2012, pero el salto en la acumulación se produjo entre 2014 y 2016. Este gráfico también muestra la evolución de las tenencias por parte de inversionistas extranjeros de TES B en UVR (medidos en unidades UVR para eliminar los efectos de cambios en el valor de esta unidad). En este caso las tenencias han sido más fluctuantes de forma que encontramos trimestres con compras netas positivas y en otros son negativas (es decir cuando las ventas fueron superiores a las compras).

Gráfico 3-20





Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Una manera de apreciar el tamaño de los saldos de TES B que pertenecen a los Fondos de Capital Extranjero es comparar sus tenencias respecto a los otros grandes tenedores (bancos comerciales, fondos de pensiones y entidades públicas). Para ello se presenta un indicador que mide al cierre de cada año la proporción de TES B que tienen los otros sectores respecto a la que tienen los Fondos de Capital Extranjero (Cuadro 3-22).

Cuadro 3-22

Ratios entre las tenencias de distintos sectores respecto
a las de los fondos de capital extranjero
Porcentajes

Año	Bancos comerciales	Fondos de pensiones	Entidades públicas
2010	8,56	12,68	12,77
2011	6,81	9,72	9,25
2012	6,07	8,41	7,62
2013	3,51	4,69	3,92
2014	1,42	1,83	1,38
2015	1,07	1,61	1,07
2016	0,60	1,13	0,64
2017	0,62	1,04	0,53
2018	0,60	1,05	0,62

Fuente: CGR Elaboración propia.

Respecto a los bancos comerciales mientras en 2010 sus inversiones en TES B eran 8,56 veces las de los fondos de capital extranjero, en el periodo 2016-2018 apenas representaban el 60% de estas. En el caso de los Fondos de Pensiones sus tenencias de TES B en 2010 eran 12,68 veces las de los inversionistas foráneos y en 2018 eran apenas 5% superior. Este cambio se presentó pese a que ambos sectores institucionales crecieron sus inversiones nominalmente, pero sus dinámicas de acumulación fueron más lentas que las de los fondos de capital extranjero.

En el caso de las entidades públicas, las tenencias de estas en 2010 eran 12,77 veces las de los fondos de capital extranjero y en 2018 eran del 60%, es decir ni siquiera una relación de 1 a 1 (para 2017 este indicador era cercano al 50%). La diferencia de las entidades públicas con los otros dos grupos de tenedores es que ellas han venido perdiendo peso en el mercado de TES B.

3.3.7.2 Determinantes

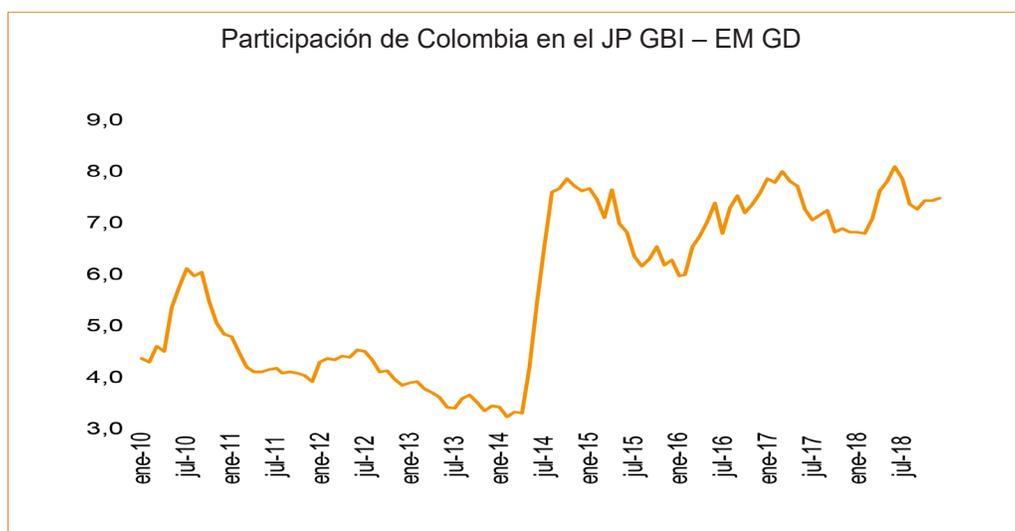
Entre 2013 y 2016 cuando se presentó el gran incremento en las tenencias de TES B por parte de los fondos de capital extranjero se contó con condiciones externas favorables (bajas tasas de interés externas, alta liquidez, una aversión global al riesgo baja). Sin embargo, esta situación se modificó en los dos últimos años debido a la adopción por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas de una política monetaria más contractiva y los episodios en los mercados de renta variable y en algunas emergentes que aumentaron la aversión global al riesgo.

Igualmente, diversos factores internos son importantes en la medida que permiten a los inversionistas internacionales evaluar los riesgos y rendimientos que afrontan sus inversiones y pueden incentivar o desmotivar su llegada y permanencia en el país. Estas características internas incluyen una inflación controlada, regímenes de tasa de cambio flexible, marcos legales favorables para los inversionistas, etc. No obstante, en Colombia el principal detonante de la llegada de los fondos de inversión fue el incremento del país dentro del Índice JP Morgan GBI-EM Global Diversificado (JP GBI-EM GD) en 2014.

La firma *JP Morgan* anunció en marzo de 2014 que se incluirían de manera gradual cinco bonos adicionales emitidos por el Gobierno colombiano en este índice, iniciando en abril y terminando en septiembre de ese año. Los bonos incluidos tenían vencimientos en 2016, 2022,

2024 y 2028. Como consecuencia de ello la participación de Colombia aumentó de 3,24% en febrero de 2014 a 7,69% en septiembre del mismo año (Gráfico 3-21). A partir de esa fecha la participación promedio del país ha mantenido un promedio del 7,2%. Dado que este índice fija un techo de 10% para el peso de una economía individual, el país solo podría aspirar a un incremento máximo futuro de algo más del 2% en su participación. Por el contrario, con la admisión de nuevas economías, como fue el caso de la República Checa en 2017, la participación del país podría reducirse.

Gráfico 3-21



Fuente: Oficina de Relación con Inversionistas – Ministerio de Hacienda

En la medida que muchos fondos tienen como referente este índice, el incremento de la participación de Colombia indujo una entrada de capitales al país, pero que dadas las condiciones del mismo, los capitales llegaron al segmento de TES B de largo plazo denominados en pesos debido a que el JP GBI-EM GD no incluye títulos indexados a la inflación ni con vencimientos inferiores a un año. Cambios en la participación del país podrían generar salidas de capital en la medida en que los fondos sean del tipo pasivo (que siguen estrictamente el índice), creando, por tanto, una fuente de vulnerabilidad, aunque los datos indicarían que no solo hay presencia de este tipo fondos.

Respecto a este último punto cabe señalar dos hechos: la existencia de inversiones en TES B en UVR, que si bien son relativamente bajas deberían ser de cero si todos los fondos siguieran el JP GBI- EM GD; y en segunda instancia, se estima que este índice tiene activos bajo administración por USD 205.000 millones a octubre de 2018²⁸. Con la participación del país en ese mes, las inversiones deberían ascender a aproximadamente USD 15.300 millones, aunque totalizaron USD 23.670 millones (siendo la parte en TES B en pesos de USD 22.990 millones). La diferencia indicaría la presencia de fondos activamente administrados en el país, cuyas inversiones no siguen uno a uno los movimientos del JP GBI -EM GD, o de fondos externos pasivamente administrados que siguen otros índices.

Desde el punto de vista de la balanza de pagos, la llegada de estos inversionistas se registró como un incremento de los pasivos por inversión de portafolio en títulos de deuda dentro de la cuenta financiera. La aceleración en la llegada de estos capitales desde 2014 ayudó a financiar el déficit de cuenta corriente de 2014 y 2015, producto, en gran medida, del desplome de los precios internacionales del petróleo. Un efecto adicional de la presencia de estos fondos de capital extranjero han sido los mayores pagos por concepto de intereses que incrementaron el déficit en cuenta corriente a través de la cuenta de ingresos primarios.

En la actualidad el saldo de TES B en poder de los inversionistas internacionales representa el 52,3% de las reservas internacionales netas del país, mientras que en 2016 ascendían al 41,5%. El nivel y el incremento de este porcentaje es una señal de alarma ante posibles salidas de capitales por la reversión de estas inversiones. Frente esta posibilidad el país cuenta, adicional a las RIN, con una línea de crédito flexible con el FMI, por USD 11.400 millones, con el fin de afrontar una situación de este tipo.

Desde 2014 las compras de TES B por parte de no residentes han sido una fuente de financiación del déficit de cuenta corriente del país. Si se reversa la situación y lo que se presentase fuese una venta neta de los inversionistas extranjeros, el país tendría que considerar nuevas

28 Bancolombia. Informe Económico Mensual – noviembre de 2018, pág. 23.

fuentes de financiamiento de su déficit externo o su ajuste. Esta salida de capitales sería una fuente de presión hacia la devaluación del peso colombiano (mayor demanda de dólares), que de verificarse incrementaría el peso de la deuda externa del país y crearía un desincentivo adicional para los inversionistas foráneos en activos domésticos en moneda local. Debe anotarse como punto a favor la existencia de un nivel suficiente de reservas internacionales y del mencionado crédito de emergencia con el FMI.

En caso de una posible salida masiva de fondos de inversión extranjera que se presentara en el futuro, se requeriría que los demás inversionistas los sustituyeran en el mercado local de deuda. Esto podría llevar a subir el costo de endeudamiento del gobierno lo cual de entrada aumentaría las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda. Finalmente, un agente que podría ser clave para absorber el choque que implicaría la salida de los fondos extranjeros sería el Banco Central que podría brindar la liquidez necesaria comprando los TES B en manos de estos fondos, pero sería necesario evaluar el impacto de su intervención sobre la inflación.

Capítulo IV

Deuda de las entidades descentralizadas por servicios

La deuda de las entidades descentralizadas²⁹ es el reflejo de las inversiones que debieron realizar para la construcción de la infraestructura del país. En la década de los ochenta la deuda externa registró un gran crecimiento hasta alcanzar el 25% del PIB, consolidando la primera crisis de la deuda a mediados de esos años. Ello tuvo que ver con la creación de la infraestructura del sector eléctrico con proyectos como la Hidroeléctrica del Guavio, la expansión del sector eléctrico, las Centrales Hidroeléctricas de Caldas (CHEC) y Betania, el proyecto carbonífero Cerrejón Zona Norte (Carbocol) y en Metro de Medellín, entre otros.

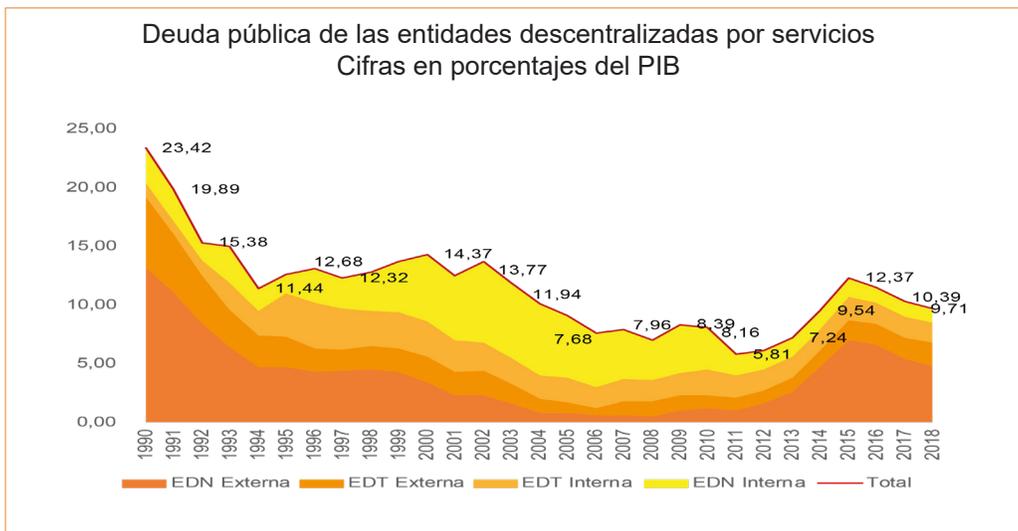
Luego de controlada la crisis a través del refinanciamiento de esos proyectos, solventados en buena parte mediante la internización³⁰ de la deuda, se cumplió con el servicio de la deuda externa y se lograron reactivar proyectos estancados como el Metro de Medellín o poner en funcionamiento muchos de ellos, especialmente en el sector eléctrico (Gráfico 4-1). Una vez puestos en marcha los proyectos, la solución al endeudamiento se dio mediante la enajenación de la mayoría de las empresas al sector privado, como ocurrió con Carbocol, Isagén o la venta al sector público territorial de la Hidroeléctrica de Caldas (CHEC) y algunas otras empresas del sector que fueron compradas por EPM; o través de la modalidad de capitalización que se hizo sobre la Hidroeléctrica del Guavio, donde la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) quedó con una parte y Codensa, empresa privada, con otra. Igual esquema se utilizó con Telecom en la cual Telefónica de España se quedó con la mayoría de la empresa.

29 Las entidades descentralizadas del orden nacional (EDN) son aquellas que pertenecen a la Rama Ejecutiva y se encargan de cumplir funciones que le corresponden al Estado, pero que son delegadas en estas para su mejor funcionamiento. Se dividen en establecimientos públicos, empresas industriales y comerciales del Estado como el Ecopetrol S.A. Reficar, ISA y Satena, sociedades públicas y las sociedades de economía mixta, superintendencias y las unidades administrativas especiales como la Aerocivil con personería jurídica, las empresas sociales del Estado, empresas oficiales de servicios públicos y las demás entidades creadas por ley o con su autorización. Las del orden territorial (EDT) corresponde a EPM, TGI, Metro de Medellín, entre otras.

30 A través de préstamos del Gobierno Nacional con los cuales se firmaban acuerdos de pagos por parte de las entidades.

En el presente siglo se promovieron otros proyectos apalancados en deuda externa que corrieron similar proceso: atrasos, mayores costos y mayor endeudamiento. Están los casos de la Refinería de Cartagena (Reficar), la Hidroeléctrica Hidroituango, el túnel de La Línea y los sistemas de transporte masivo, entre otros. Ello se evidenció en el cambio en la curva de endeudamiento externo a partir de 2011 hasta 2015, jalonada principalmente por el apalancamiento de Reficar e Hidroituango (Gráfica 4-1).

Gráfico 4-1



Fuente: Contraloría General de la República.

Ese nuevo incremento en la deuda externa de las empresas lo explicó el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el auge de inversiones de los sectores minero energético, registrando una tendencia generalizada en la mayoría de los países. Pero, además, se observó en el financiamiento por parte del BIRF de proyectos apalancados en crédito externo tendientes a la formación bruta de capital fijo. El FMI advirtió sobre tres hechos: *i)* el crecimiento de la deuda en estas empresas; *ii)* su posible incidencia sobre las finanzas de los gobiernos centrales; y *iii)* el mayor apalancamiento mediante emisión de bonos de los programas de expansión de las empresas del sector energético. Ello se analizará con mayor detalle por cada una de las empresas más endeudadas.

De tal manera, en la actual coyuntura económica y fiscal del país, algunas empresas colombianas vieron disminuidos sus ingresos debido

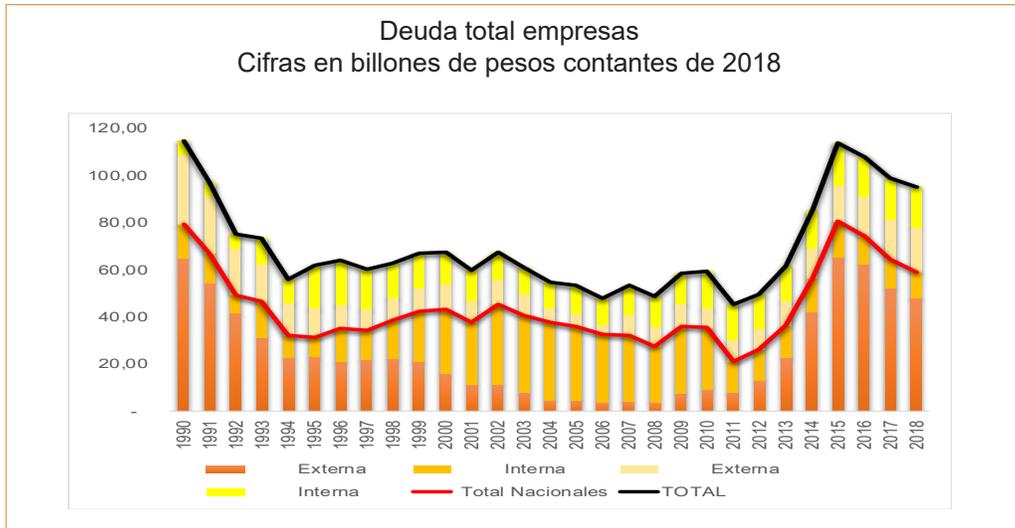
a diferentes factores como la caída en los precios de las materias primas o el atraso en las obras por diferentes motivos generaron problemas de caja. En el caso del sector minero, con la recuperación de los precios internacionales del petróleo, se lograron subsanar parte de las pérdidas registradas en vigencias anteriores.

Después del incremento observado desde 2011 hasta 2015 la deuda de las empresas como proporción del PIB se redujo, tendencia que se mantuvo en 2018 (Gráfico 4-1). A pesar de ese incremento en la deuda a principios de la década, este como proporción del PIB no fue tan alto como se registraba a comienzo de los años noventa. Sin embargo, en pesos constantes de 2018, esas entidades registraron en la última década un incremento entre 2011 y 2015, para llegar a un pico en este último año equivalente al registrado en 1990. Posteriormente entre 2016 y 2018 los saldos caen constantemente (Gráfico 4-2).

Esa dinámica de crecimiento y descenso de la deuda en los últimos años estuvo jalonada por los sectores de minería, energía y financiero, los cuales registraron los mayores montos de endeudamiento por los proyectos de inversión corporativos que se pusieron en marcha durante la vigencia. Entre ellos resaltan: la ampliación y modernización de la Refinería de Cartagena; los programas de expansión eléctrica a través de Gecelca 3; los programas del Icetex de Acceso y Calidad a la Educación Superior 2018 (PACES) y Acceso con Calidad a la Educación Superior en Colombia (ACCES) en sus diferentes Fases I y II; desarrollo de energías renovables y desarrollo urbano de Findeter S.A. y el plan "Todos somos Pazcífico" deuda asumida por la Fiduprevisora, entre otros. Todos ellos fueron principalmente apalancados con recursos del crédito externo.

Para 2018 en el agregado del endeudamiento de las entidades descentralizadas por servicios alcanzó los \$95,01 billones con una reducción de 58 mil millones frente al dato registrado en 2017. De ese monto, las entidades del orden nacional sumaron \$59,08 billones (6% del PIB); el mayor saldo lo registró la deuda externa que sumó al finalizar \$47,88 billones, mientras la deuda interna registró un valor de \$11,21 billones (Gráfica 4-2).

Gráfico 4-2



Fuente: Contraloría General de la República.

Por su parte, las del orden territorial registraron una deuda total de \$35,92 billones (3,7% del PIB) con un crecimiento de \$2,59 billones respecto al año anterior y representó el 6,3% de la deuda total del sector público; en este sector la deuda externa sumó \$18,89 billones mientras que la interna alcanzó los \$17,03 billones. El endeudamiento se concentró en diez empresas (Gráfico 4-3), las cuales registraron deuda por \$33,9 billones; el restante \$2,02 billones se distribuyeron entre las demás empresas descentralizadas territoriales.

Cabe señalar que la deuda de las empresas disminuyó nominalmente debido a las amortizaciones, cancelaciones y asunciones realizadas por las entidades en los últimos años: en 2017 disminuyeron en \$5 billones y en 2018 lo hicieron en \$3,8 billones. Para 2018 los pagos y otras operaciones de deuda se dieron principalmente en el sector minero por Ecopetrol S.A., aunque el efecto cambiario pesó más sobre los saldos, incrementando los mismos en un monto de \$4,89 billones, con lo que al final del periodo el descenso no fue tan fuerte (Cuadro 4-1).

Se destacaron los pagos anticipados de deuda realizados en la vigencia, la contratación de endeudamiento interno en el sector energético para cubrir costos de proyectos iniciados en años anteriores que superaron lo planeado, la crisis de Electricaribe que debió asumir el gobierno nacional en su intervención contratando deuda a través del

Fondo Empresarial de la Superintendencia de Servicios Públicos para cubrir los pagos de suministro de energía.

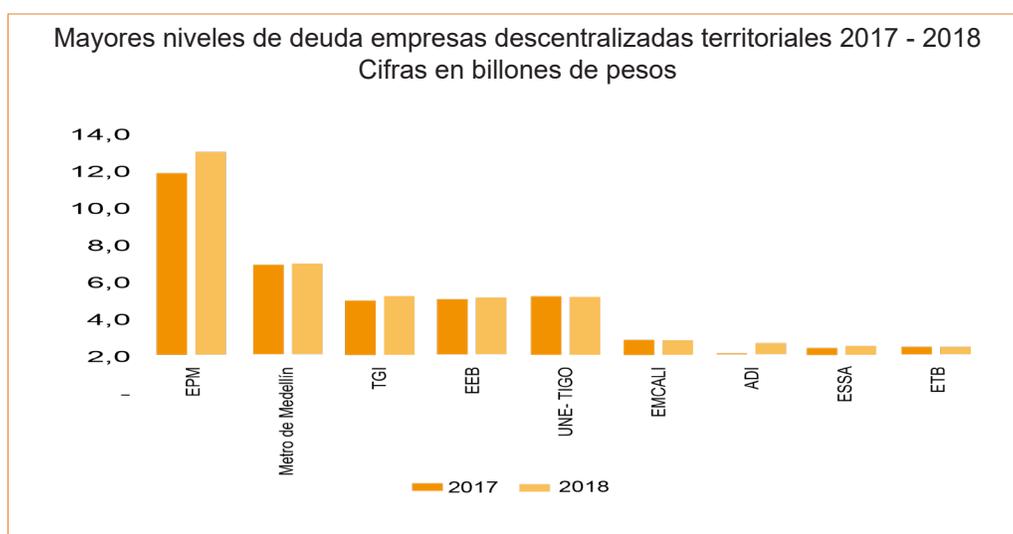
Cuadro 4-1

Saldos de deuda entidades descentralizadas 2017-2018
(Clasificación CHIP)
Cifras en billones de pesos

Sector	2017	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Ajuste de Cambio	2018	Participación
Sector publico Nacional	62,26	2,69	9,88	4,93	4,01	59,09	62,2
Interna	11,95	1,35	2,10	2,35		11,21	11,8
Externa	50,31	1,34	7,78	2,58	4,01	47,88	50,4
Sector publico Territorial	33,34	8,00	6,28	1,81	0,87	35,92	37,8
Interna	16,74	2,03	1,74	0,88	-	17,03	17,9
Externa	16,60	5,97	4,54	0,93	0,87	18,89	19,9
Total	95,60	10,69	16,16	6,74	4,88	95,01	100,0

Fuente: Contraloría General de la República.

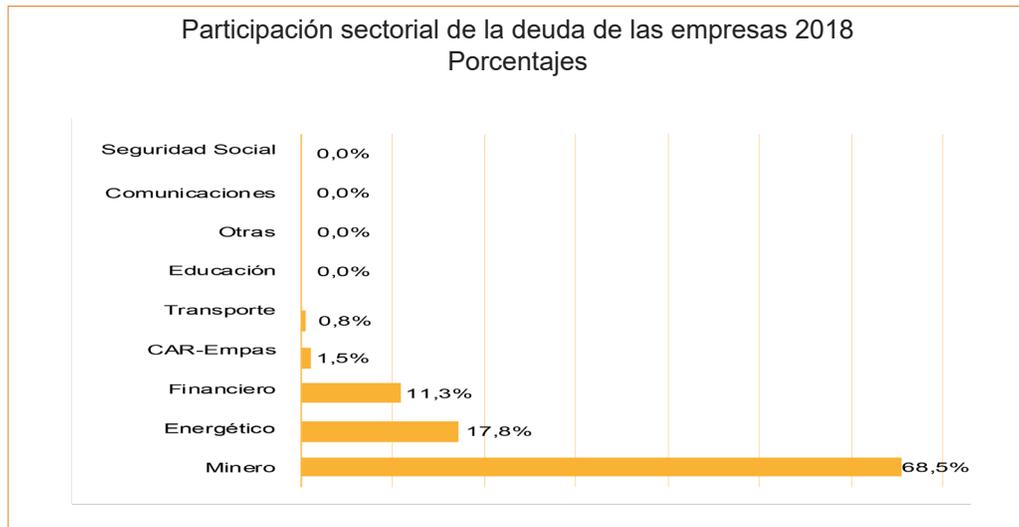
En ambos sectores (nacional y territorial) la deuda se concentró en las empresas en las cuales el Estado tiene una alta participación accionaria como el caso de Ecopetrol e ISA, entre otras, y las vinculadas directas no societarias como Empresas Públicas de Medellín, EEB, TGI, UNE -Tigo en el ámbito territorial.

Gráfico 4-3

Fuente: Contraloría General de la República.

Aunque a nivel macro el saldo de deuda de estas empresas no es tan significativo como el del Gobierno Nacional, las dificultades financieras de estas empresas pueden afectar las finanzas de la Nación, especialmente si ésta es garante de los créditos externos y las compañías presentan problemas de solvencia y de capacidad de pago para atender a los acreedores, ya que la Nación debe apropiarse recursos en el presupuesto para pagar el servicio de la deuda. La proporción de endeudamiento de las empresas con relación al total se concentra en tres sectores principalmente: el minero, energético y financiero; mientras los seis sectores restantes tienen bajos niveles (Gráfico 4-4).

Gráfico 4-4



Fuente: Contraloría General de la República.

4.1 Empresas del sector minero

Este sector está liderado por las empresas del nivel nacional en especial del Grupo Empresarial Ecopetrol S.A. y sus filiales en diferentes tipos de negocios que van desde producción, refinación y transporte de hidrocarburos, entre otros. Durante los últimos cuatro años este sector ha mantenido los mayores montos de endeudamiento, representando el 68,5% de la deuda total de las entidades descentralizadas nacionales, con un monto total adeudado en 2018 de \$40,37 billones, una reducción de \$5,96 billones frente al saldo registrado en el año anterior. Los mayores montos

se concentran en la deuda externa con \$38,39 billones, mientras que la interna llega a \$1,98 billones (Cuadro 4-2).

Cuadro 4-2

Saldos de deuda Grupo empresarial Ecopetrol 2017-2018
Cifras en billones de pesos

Sector Minero	2017			2018		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
Ecopetrol S.A	3,20	35,70	38,90	1,54	31,38	32,93
Refinería de Cartagena S.A.	-	4,94	4,94	-	5,39	5,39
Oleoducto Central	0,54	1,49	2,03	-	1,62	1,62
Bioenergy	0,07	-	0,07	0,05	-	0,05
Bioenergy Zona Franca	0,38	-	0,38	0,38	-	0,38
Total	4,19	42,14	46,33	1,98	38,39	40,37

Fuente: Contraloría General de la República.

4.1.1 Ecopetrol S.A.

El saldo total de la deuda de Ecopetrol, al cierre de 2018, fue de \$32,9 billones, de los cuales \$1,54 billones correspondieron a deuda local, representados en bonos emitidos en 2010 y 2013 y \$31,3 billones a deuda externa, compuesta por parte de la deuda asumida por Ecopetrol de los créditos de Reficar en 2017, la emisión de bonos 2009, 2013, 2014 y 2015 y por créditos BOOMT²⁹ de Termo Morichal I y II, denominados en dólares, que fueron asumidos cuando la empresa canadiense *Pacific Rubiales* salió de Campo Rubiales y pasó a ser administrado por la estatal petrolera.

Para 2018 se dio una disminución de deuda de Ecopetrol S.A., tanto interna como externa, a pesar de la variación en la tasa de cambio que le significaba un incremento de \$2,92 billones por efecto de la devaluación; los pagos anticipados y las amortizaciones por \$5,97 billones, hicieron que el movimiento fuera hacia abajo y disminuyera el saldo total.

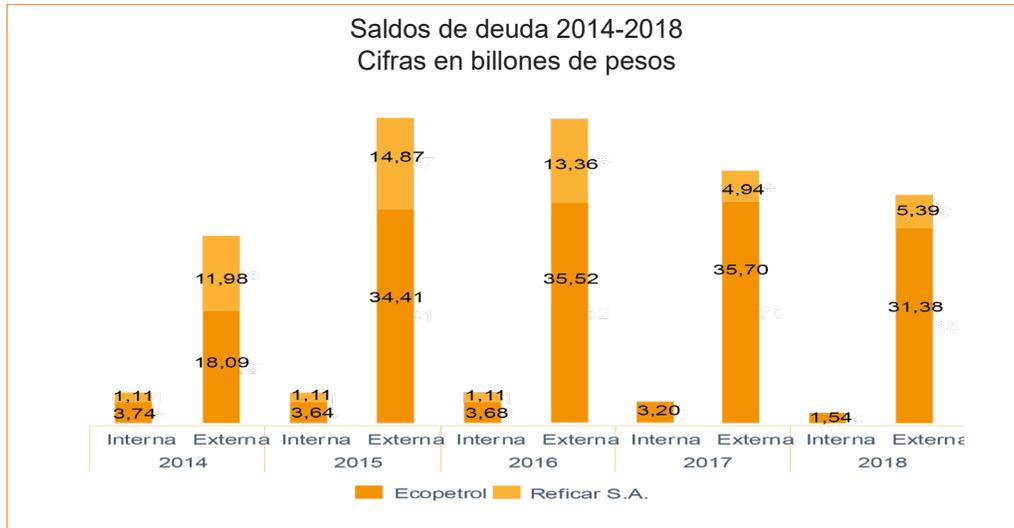
²⁹ BOOMT: *Build, Operate, Own, Maintain and Transfer*, por sus siglas en Inglés (Construcción, operación, mantenimiento y transferencia).

En deuda externa el servicio total de la deuda pagado fue de \$7,9 billones, de los cuales \$5,8 billones se dieron por concepto de amortizaciones y \$2 billones por pago de intereses, además de prepagos por un valor de \$1,4 billones.

- Ecopetrol pagó anticipadamente la totalidad del bono externo emitido en 2013 por valor de USD 350 millones con vencimiento a cinco años. El valor prepago por la entidad fue de USD 354 millones, que incluyeron intereses.
- Canceló también los créditos firmados en 2013 con la banca internacional a través de las facilidades de financiación del *US Exim Bank* firmado por valor total de USD 426,6 millones y cuyos vencimientos estaban pactados hasta 2023 (10 años), de este crédito pagó un total de USD 156 millones, que correspondía al saldo adeudado a la fecha.
- A finales de diciembre la entidad realizó prepago del bono externo emitido en 2009 por valor de USD 1.500 millones, cuyo vencimiento estaba pactado para el 23 de julio de 2019. El valor cancelado fue de USD 1.587 millones, sumados los intereses causados. Es de resaltar que este pago se verá reflejado en los datos estadísticos para 2019.
- En deuda interna la entidad canceló el préstamo sindicado (Banco de Bogotá, Banco Popular, BBVA Colombia, Banco Itaú, Banco Agrario, Banco AV Villas, Banco de Occidente), además del bono a cinco años emitido en 2013, con lo cual se disminuyó la deuda interna de un saldo de \$3,19 billones en 2017 a \$1,54 billones, representado en bonos locales 2010 y 2013.

Durante el periodo 2014-2018 la deuda registró dos tipos de comportamiento ligados al mercado del petróleo: la variación en tasa de cambio y los planes de inversión y al proyecto de la Refinería de Cartagena (Reficar). Entre 2014 y 2015 se presentó un aumento significativo de los saldos de endeudamiento del sector al pasar de \$36,6 billones a \$56,1 billones en total; incremento generado principalmente por la deuda Ecopetrol S.A. y Reficar. Esta última enmarcada en el proyecto de ampliación y modernización, el cual se encontraba en su etapa final, condicionada, además, por el inicio en los pagos por amortización de los préstamos adquiridos para la construcción de la refinería en 2014 (Gráfico 4-5).

Entre 2014 y 2016 el aumento de deuda se originó en mayor proporción por los contratos de préstamo de Ecopetrol S.A. como parte del

Gráfico 4-5

Fuente: Contraloría General de la República.

plan de inversiones, los cuales aumentaron la deuda de la empresa de \$21 billones a \$39 billones, destacando que el mayor incremento en la deuda externa (Gráfica 4-5). Este periodo fue crítico para las empresas del sector debido a los bajos precios del petróleo de referencia (Brent), el cual llegó a finales de 2015 a un precio por barril de USD 38, la mitad del registrado al finalizar 2014 que era de USD 62,3 y aproximadamente en la cuarta parte de 2013 cuando se encontraba en USD 110,76, por lo que debieron apalancar sus finanzas con préstamos para garantizar su sostenibilidad.

Para los siguientes dos años el comportamiento financiero de la deuda cambia toda vez que en los mercados internacionales se mejoran notablemente los precios del petróleo, hasta llegar a ubicarse entre USD 57 y USD 67 (Brent), con lo cual las finanzas del sector entraron en una franca recuperación lo que le permitió a Ecopetrol -la empresa principal del grupo-, ejecutar operaciones de manejo de deuda para alivianar las cargas financieras propias y de la refinería.

A ello se sumó que el principal proyecto apalancado por Ecopetrol que era la Refinería de Cartagena no entró en producción, se debió acudir a su garante contratando créditos subordinados dados a través de la filial financiera de la entidad en Suiza Ecopetrol Capital AG, para poder cubrir estos primeros pagos.

Los créditos mencionados se denominaron “*Construction Support Subordinated Loan Agreement*” por USD 764 millones y “*Debt Service Guarantee Subordinated Loan Agreement 2014*” por USD 242 millones, los cuales sirvieron para cancelar la parte correspondiente al servicio de la deuda de Reficar 2014 con la banca internacional (Cuadro 4-3). Adicional a estos dos créditos, Ecopetrol Capital AG, ya había concedido dos créditos en 2011 y 2013, los cuales, junto con los dos anteriores, son la única deuda que posee la Refinería.

Cuadro 4-3

Créditos subordinados Ecopetrol AG
Cifras en dólares

Descripción	Saldo 2018
<i>Subordinated Loan Agreement</i>	400.000.000
<i>Construction Support Subordinated</i>	252.000.000
<i>Construction Support Subordinated</i>	764.000.000
<i>Debt Service Guarantee Subordinated</i>	241.064.856
Total	1.657.064.856

Fuente: Contraloría General de la República.

En cuanto a la deuda interna total, esta se mantuvo constante entre los \$5,34 billones y \$5,27 billones hasta 2016, mientras que en 2017 los saldos de este tipo de deuda comenzaron a bajar por la capitalización de los créditos por \$1,1 billones que tenía Reficar S.A. con Ecopetrol S.A. (préstamo intercompañía) (Cuadro 4-4).

Cuadro 4-4

Contratación de Ecopetrol 2014-2018
Cifras en millones de dólares

Contrato	Año	Monto	Prestamista
Expansión Refinería de Cartagena	2014	764,00	Ecopetrol AG
	2014	249,00	Ecopetrol AG
Plan de Inversiones Ecopetrol	2014	2.000,00	Tenedores de bonos
	2014	1.200,00	Tenedores de bonos
	2015	1.925,00	<i>JP Morgan Chase Bank</i>
	2015	1.500,00	Tenedores de bonos
	2016	175,00	<i>Bank of Tokio LTD</i>
	2018	665,00	<i>The Bank of Nova Scotia International</i>
	2016	300,00	<i>Export Development Canada</i>
Asunción de deuda de Reficar por Ecopetrol	2017	2.000,75	<i>Export Import Bank of The United States</i>
	2017	75,50	BNP Paribas
	2017	72,91	HSBC
	2017	158,55	Sumitomo Bank
	2017	358,60	Bank of Tokio LTD

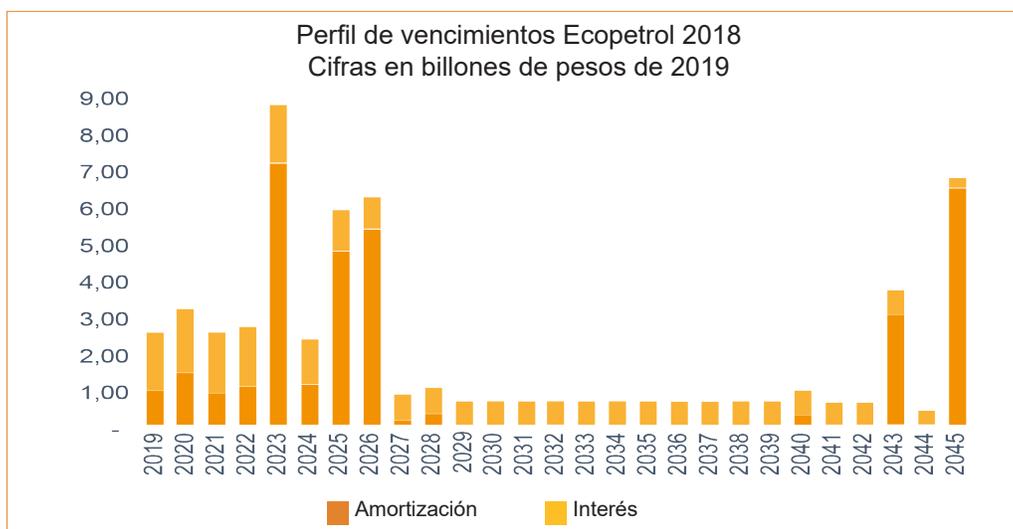
Fuente: Contraloría General de la República.

Cabe mencionar que en estos años de crisis en los mercados, Ecopetrol contrató un crédito externo por USD 665 millones en 2018, como soporte financiero, si hubiese alguna contingencia; sin embargo, como los precios de los combustibles respondieron favorablemente en los mercados internacionales, hasta la fecha la Empresa no ha requerido su desembolso.

De acuerdo con el contexto anterior y según los saldos totales de endeudamiento, el perfil de vencimientos a corto plazo que registra Ecopetrol bajó. Se realizaron pagos que se vencían en 2019, relajando este año sustancialmente, sin embargo, se mantiene presión en 2023, 2025 y 2026, además de darse un incremento en 2043 y 2045 (Gráfico 4-6).

La empresa financieramente pasa por un buen momento, sin embargo, es importante tener en cuenta que aún mantiene altos niveles de endeudamiento y al asumir la deuda de Reficar S.A, la deja con mayor exposición a riesgo cambiario, ya que el nivel más alto, está en la deuda externa, además de que la Refinería de Cartagena aún no genera utilidades para el grupo empresarial por lo que deberá seguir apalancándola.

Gráfico 4-6



Fuente: Contraloría General de la República.

Según los estados financieros y después de los pagos anticipados por concepto de deuda, la entidad registró una utilidad antes de impuesto por \$16,8 billones y una utilidad neta de \$11 billones, que reflejó la estabilidad de las finanzas para 2018 y le permitió transferir al Gobierno Nacional mayores dividendos por \$3,24 billones³² y hacer un pago anticipado de impuesto de renta provisto mediante Decreto 2146 de 2018 por \$3,42 billones³³.

La empresa creó una nueva filial llamada Ecopetrol Energía S.A.S. E.S.P. que hará parte de las subsidiarias que forman el grupo empresarial. La creación se dio en el marco de la autorización dada por el Gobierno Nacional³⁴ y brindará la energía a la compañía y sus proyectos.

³² CONPES 3953 de 2018.

³³ Comunicación informativa solicitada por la Contraloría General de la República a Ecopetrol S.A.

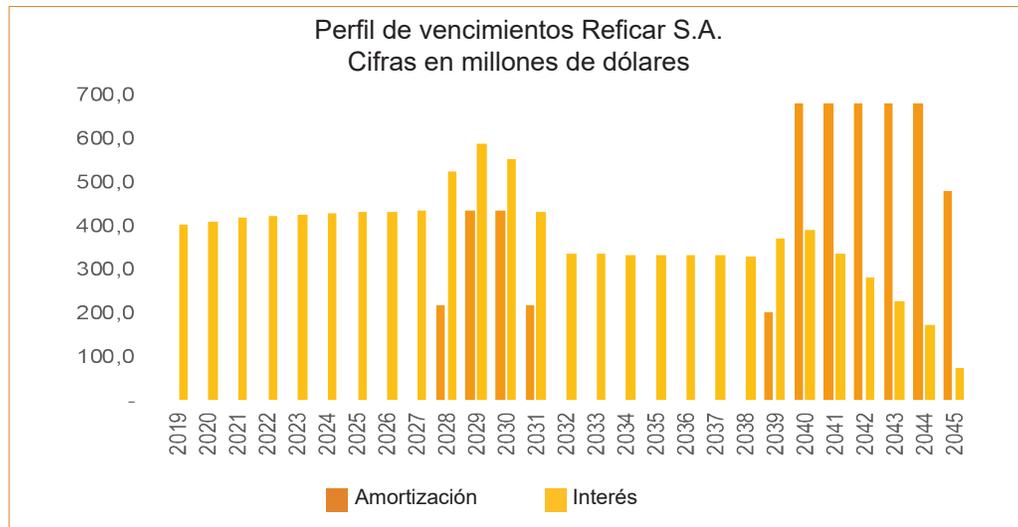
³⁴ Se autorizó su creación mediante Decreto 422 de 2 de marzo de 2018, como una filial Ecopetrol Energía S.A.S. E.S.P. con domicilio en el territorio nacional, cuyo objeto social es la comercialización de energía eléctrica para el Grupo Empresarial en los términos de las Leyes 142 y 143 de 1994. Ecopetrol tiene una participación directa del 99% en el capital accionario de la nueva filial e indirecta del 1% restante a través de *Andean Chemicals Ltd.*

4.1.2 Refinería de Cartagena (Reficar S.A.)

La deuda de esta entidad se concentró en la externa, cuyo prestamista único es Ecopetrol Capital AG, filial financiera de la estatal petrolera. El saldo para 2018 fue \$5,38 billones, con un incremento de \$440 mil millones con relación a 2017, dado por efecto de la devaluación del peso colombiano con respecto al dólar.

Después de la asunción de la deuda externa en 2017 para el proyecto por parte de Ecopetrol S.A., el perfil que le queda a la entidad es similar al presentado el año anterior. Estos créditos se dieron en condiciones favorables por darse entre dos filiales, comenzando sus vencimientos efectivos entre 2028 -2031 y entre 2039- 2045 (Gráfica 4-7).

Gráfico 4-7



Fuente: Contraloría General de la República.

Cabe mencionar que el pago de intereses no se ha hecho efectivo a pesar de que registran vencimientos desde 2013, los cuales se vienen causando convirtiéndose en intereses diferidos. El valor causado a 2018 fue de USD 497 millones, a pesar que se proyectaba que con la puesta en funcionamiento de la Refinería se comenzaran a dar los pagos (Cuadro 4-5).

Cuadro 4-5Intereses causados créditos Reficar S.A.
Cifras en millones de pesos

Crédito	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Ecopetrol Capital A.G.							
<i>Subordinated Loan Agreement 2011</i>	45.686	20.449	20.701	22.616	24.636	27.806	161.893
<i>Construction Support SLA 2013</i>	436	13.072	13.230	14.437	15.710	17.706	74.592
<i>Debt Service Guarantee SLA 2014</i>	-	2.962	13.018	14.172	15.390	17.300	62.842
<i>Construction Support SLA 2014</i>	-	7.903	41.257	44.916	48.774	54.828	197.677
Total Ecopetrol Capital A.G.	46.122	44.386	88.206	96.141	104.510	117.639	497.005

Fuente: Refinería de Cartagena.

Los estados financieros a diciembre 2018, presentados por la entidad ya en pleno funcionamiento muestran una pérdida en el resultado de la operación por \$1,2 billones, una pérdida neta antes de impuestos de \$1,6 billones y una pérdida neta del año de \$802.449,72 millones³⁵, comportamiento preocupante por el efecto que puede tener en su casa matriz Ecopetrol S.A y por el pago de la deuda que aún mantiene con Ecopetrol Capital AG.

Comparado con los resultados de 2017 cuando apenas comenzaba la operación de la Refinería de Cartagena la situación ha empeorado y no se están dando los resultados financieros esperados, esto llama la atención, ya que aunque la estatal petrolera asumió el endeudamiento y dejó con menos presión financiera a la refinería, no ha sido suficiente para que genere utilidades, si Ecopetrol no hubiese asumido la deuda, esta entidad muy seguramente no habría podido cancelar sus obligaciones como estaba proyectado, sin embargo es de mencionar que la importación de combustibles pesados ha disminuido según cifras del DANE de 2017 a 2018, lo que significa que se está supliendo esta necesidad con los crudos generados por la refinería.

4.1.3 Otras empresas del Grupo Ecopetrol

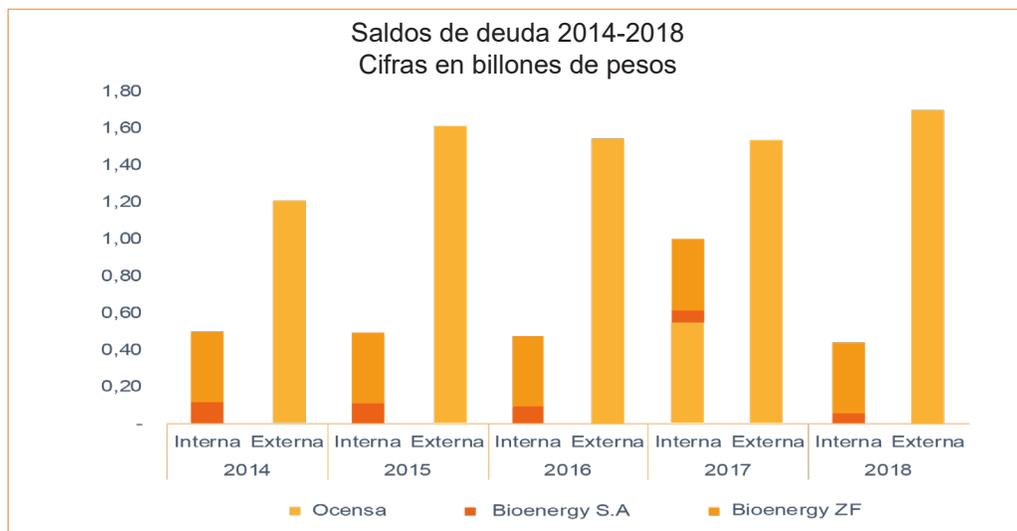
El Oleoducto Central (Ocensa S.A.) registró un incremento en el saldo de deuda externa por el tipo de cambio, mientras que con respecto a

³⁵ Estados Financieros a 31 de diciembre 2018, Refinería de Cartagena S.A.S, liberados el 26 de marzo de 2019.

la deuda interna canceló el *leasing* contratado en 2016 por \$542 mil millones. En 2014 realizó la emisión de bonos por USD 500 millones, con el fin de implementar proyectos para aumentar la capacidad de transporte de petróleo en el mediano y largo plazo (Gráfico 4-8).

Por su parte, Bioenergy y Bioenergy Zona Franca, filiales de Ecopetrol para la producción de Biodiésel, amortizaron su deuda al pasar de \$71 mil millones en 2017 a \$52 mil millones en 2018 en el primer caso y en el segundo manteniendo una deuda estable de \$382 mil millones.

Gráfico 4-8



Fuente: Contraloría General de la República.

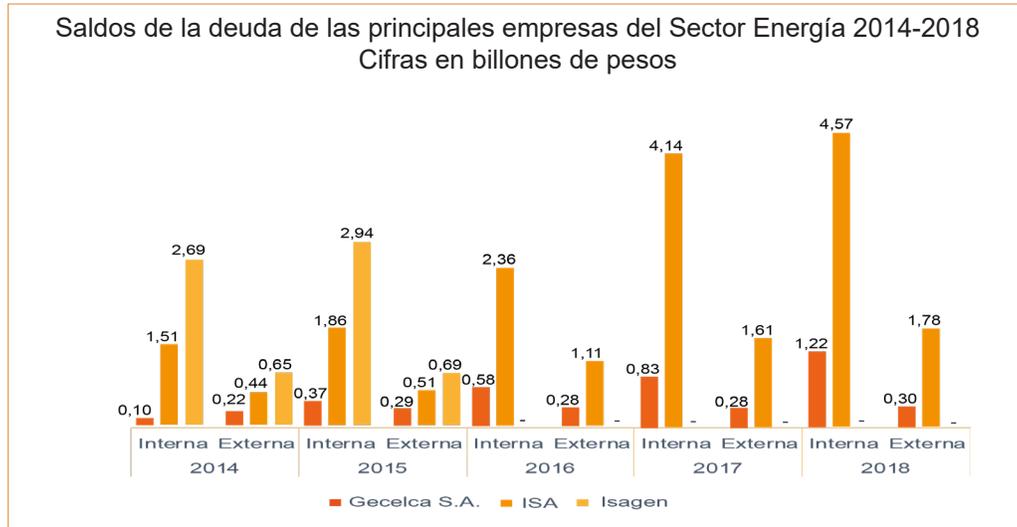
4.2 Empresas del sector energético

El sector energético colombiano, tiene una deuda que representa el 17% del total de las entidades nacionales, siendo el segundo después del minero en tener los niveles más altos de financiamiento; durante los últimos cuatro años los saldos se han venido incrementando, pasando de \$7,14 billones en 2014 a \$10,1 billones en 2018, esto explicado por la dinámica que ha tenido la deuda interna, la cual al contrario que el sector anterior, tiene un mayor porcentaje.

Este periodo se caracterizó por la venta de Isagén S.A. a finales de 2016, bajando tanto la deuda interna como la externa en \$3,6 billones

que tenía de endeudamiento la entidad para este año, sin embargo, para el 2017 las demás entidades que componen el sector comenzaron una mayor contratación crediticia, incrementando sus saldos hasta 2018 (Gráfico 4-9).

Gráfico 4-9



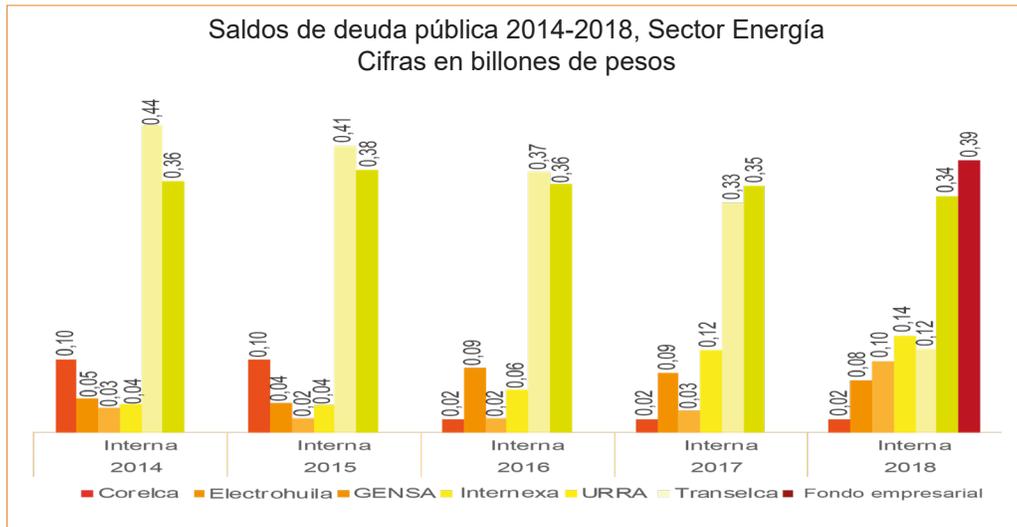
Fuente: Contraloría General de la República.

Los mayores niveles de endeudamiento los tiene el conglomerado empresarial ISA S.A., de donde Interconexión Eléctrica ISA S.A. casa matriz es quien tiene los más altos valores de deuda, además es está quien garantiza sus filiales Internexa S.A., Transelca S.A. y sus asociadas en Perú, Bolivia, Chile, Costa Rica y Brasil.

En este grupo de entidades del sector de energía, solo dos tienen deuda externa: la Generadora y Comercializadora de Energía S.A. (Gensa S.A.) e Interconexión Eléctrica S.A., las cuales incrementaron sus niveles de deuda, principalmente por variaciones en el tipo de cambio (Gráfico 4-9). En el caso de ISA, canceló su endeudamiento externo propio en julio 2017, solo mantenía los valores de garantía a sus filiales externas, las cuales también han empezado a cancelar su deuda; a finales de 2018 nuevamente está entidad contrató un crédito externo por USD \$50 millones con *Bank of Nova Scotia* con el fin de financiar sus planes de inversión.

La deuda interna pasó de \$5,8 billones a \$8 billones entre 2014 y 2018, monto incrementado por las nuevas contrataciones de deuda realizadas por empresas como Gecelca S.A, Centrales Eléctricas de Nariño S. A, Electrificadora del Caquetá, Gestión Energética (GENSA S.A), Internexa S.A, ISA S.A, Transelca S.A, Electrificadora del Huila S.A y el Fondo Empresarial de la Superintendencia de Servicios Públicos (Gráfico 4-10). Esta última adquirió endeudamiento garantizado por la Nación para la Electrificadora del Caribe- Electricaribe S.A, para poder solventar el suministro de energía después de la salida de Gas Natural quien la administraba y la toma de control por parte del Gobierno Nacional .

Gráfico 4-10



Fuente: Contraloría General de la República.

Para 2018, los saldos del sector energético nacional aumentaron en \$1,3 billones, pasando de \$9,23 billones a \$10,5 billones, de este último monto \$8,49 billones corresponden a la deuda interna y \$2,08 billones a deuda externa, el incremento esta dado principalmente en la deuda local, la cual tuvo gran dinámica de contratación en este año, es de mencionar que, en las entidades nacionales totales, el sector energético fue el único contratante de deuda interna en la vigencia (Cuadro 4-6).

Cuadro 4-6Saldos de deuda Sector Energía 2017-2018
Cifras en miles de millones de pesos

Sector Energía	2017			2018		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
ISA	4.138,07	1.612,31	5.750,39	4.568,59	1.779,98	6.348,57
Gecelca S.A	830,96	277,45	1.108,41	1.223,41	302,16	1.525,57
E.S.P Gecelca 3 S.A.S	1.237,51	-	1.237,51	1.278,94	-	1.278,94
Fondo Empresarial (Superservicios)	-	-	-	392,00	-	392,00
Transelca	354,25	-	354,25	339,25	-	339,25
Internexa	118,93	-	118,93	138,47	-	138,47
URRA	330,09	-	330,09	119,94	-	119,94
GENSA	30,87	-	30,87	101,66	-	101,66
Electrificadora del Meta S.A. E.S.P.	116,93	-	116,93	99,84	-	99,84
Electrohulla	85,43	-	85,43	75,30	-	75,30
Centrales Eléctricas de Nariño S.A. E.S.P	56,59	-	56,59	62,50	-	62,50
Corelca	18,91	-	18,91	18,91	-	18,91
Distribuidora del Pacífico (DISPAC)	19,53	-	19,53	18,03	-	18,03
Electrificadora del Caquetá S.A. E.S.P	4,97	-	4,97	-	-	-
Total	7.343,06	1.889,76	9.232,82	8.436,82	2.082,14	10.518,96

Fuente: Contraloría General de la República.

La mayoría de los créditos contratados en 2018 se firmaron para apalancar proyectos que superaron los costos previstos, generando necesidad de financiamiento para terminarlos. Este es el caso del proyecto Gecelca 3.2, que tiene también asociada una deuda por cuenta de vinculados económicos por \$1,27 billones, que deja ver los costos del proyecto. Lo mismo puede observarse con relación a Gestión Energética (GENSA), entidad que debió firmar cuatro créditos para solventar los pagos del proyecto PAIPA IV (PPA).

Por su parte, el Fondo Empresarial de la Superintendencia de Servicios Públicos en 2018 contrató créditos de Tesorería y corto plazo con el fin de apalancar el funcionamiento de Electricaribe y pagar los servicios prestados por compañías generadoras de energía del Sistema Interconectado Nacional (SIN), como XM expertos o Emgesa S.A. La intervención del Gobierno Nacional de esta empresa hizo que se debieran contratar créditos para mantener su funcionamiento. El plazo de los dos últimos créditos firmados de 180 días, corto plazo, muestra la emergencia con la que debieron firmarse para realizar los pagos res-

pectivos y la crisis por la que pasa administrativamente Electricaribe, que de no solucionarse podría dejar sin energía las áreas de influencia de la compañía (Cuadro 4-7).

Cuadro 4-7

Contratación de deuda interna 2018
Cifras en millones de pesos

Prestatario	Prestamista	Monto	Objeto
Gecelca S.A E.S.P.	Banco de Bogotá S.A.	120,0	Financiar los recursos adicionales para finalizar la construcción del proyecto Gecelca 3,2
	Banco de Bogotá S.A	200,0	
Internexa S.A.	Bancolombia S.A	59,5	Internexa utilizará los recursos objeto del presente contrato de préstamo para el pago total de los empréstitos suscritos entre El Prestatario y los Bancos Helm Bank (hoy ITAÚ CorpBanca Colombia S.A), ITAÚ CorpBanca Colombia S.A y Banco de Bogotá; y para el pago parcial del préstamo suscrito entre El Prestatario y el Banco Popular S.A.
	Bancolombia S.A	40,0	Financiar Plan de Inversiones para la vigencia 2018, el cual incluye inversiones en asegurabilidad, escalabilidad, soluciones clientes, expansión geográfica/nuevos negocios, producto, cable submarino e inversión en sociedades.
ISA	Emisión de bonos	500,0	Los recursos serán destinados a cubrir necesidades de flujo de caja, inversiones y/o operaciones de manejo de la deuda de la entidad.
Gestión Energética S.A. (GENSA)	Banco Davivienda	12,0	Solventar gastos vinculados a obligaciones de pago derivadas del contrato PPA de PAIPA IV, vigencia 2018
	Banco AV Villas S.A.	6,0	
	Banco Davivienda S.A	8,0	
	Bancolombia S.A	8,4	
Cedenar	Bancolombia S.A	16,0	Fondear la remodelación de redes de distribución por un valor de COP \$10,000 millones y para financiar la repotenciación PCH Julio Bravo por valor de COP \$6,000 millones.
Fondo Empresarial - Superintendencia de Servicios Públicos	BBVA-Financiera de Desarrollo Nacional S.A.	320,0	"Los recursos serán destinados para: a) Respaldo compras de energía. Cubrir las obligaciones de garantía con el Mercado de Energía Mayorista y los contratos bilaterales suscritos para el suministro de energía eléctrica a los usuarios de la región b) Inversiones en redes de distribución: En virtud de la actual toma de posesión sobre la empresa Electricaribe, financiar las inversiones prioritarias en infraestructura del sistema de transmisión regional (STR) y del sistema de distribución local (SDL) que están bajo la responsabilidad de Electricaribe, y que sean requeridas para la debida prestación del servicio de energía eléctrica, "
	Banco Davivienda S.A.	62,0	Garantizar la continuidad de los servicios de energía eléctrica en el área de influencia de Electricaribe.
	Bancolombia S.A.	63,0	Los recursos serán destinados al pago de energía XM y/o a las demás empresas generadoras de energía del Sistema Interconectado nacional –SIN- que correspondan con el fin de garantizar la continuidad en la prestación del servicio de energía eléctrica en el área de influencia de Electricaribe.
	Banco Davivienda S.A.	63,0	Los recursos serán destinados al pago de energía XM y/o a las demás empresas generadoras de energía del Sistema Interconectado nacional –SIN- que correspondan con el fin de garantizar la continuidad en la prestación del servicio de energía eléctrica en el área de influencia de Electricaribe.

Fuente: Contraloría General de la República.

Por otra parte, un hecho que debe mencionarse es la disminución de deuda de la empresa URRRA S.A., entidad que canceló parte del acuerdo de pago que tenía con el Gobierno Nacional, al pasar de un saldo de \$320 mil millones a \$119 mil millones, aunque lo hizo a través de contratación de deuda con la banca comercial. La entidad firmó tres créditos que aparecerán en las estadísticas de 2019, ya que fueron firmados el 28 de diciembre de 2018. Con estos créditos, aunque le canceló al Gobierno Nacional, aumentó su endeudamiento al pasar de las tasas de intereses favorables del Gobierno a las tasas comerciales, que puede llegar a ser poco beneficioso para la entidad.

4.2.1 Empresas Públicas de Medellín (EPM)

Las Empresas Públicas de Medellín (EPM) registran el mayor nivel de endeudamiento de las entidades descentralizadas territoriales con un monto de \$13,4 billones³⁶ y un incremento del 12,7% en la deuda frente a la registrada en 2017, que llegó a los \$11,9 billones. Del monto total, \$11,03 billones correspondieron a deuda externa y \$2,37 billones a deuda interna (Cuadro 4-8). El aumento de la deuda externa se originó en los desembolsos efectuados por los acreedores externos y a la mayor devaluación durante 2018 que causó una diferencia cambiaria por \$257.162,6 millones. Durante la vigencia se amortizó deuda por \$355.379,6 millones y no se obtuvieron créditos nuevos.

36 Representa el 27,6% del total de la deuda pública interna territorial, la cual asciende a \$48,6 billones.

Cuadro 4-8

Saldos de la deuda de las Empresas Públicas de Medellín
Cifras en millones de pesos

Acreedor	2018
Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social	132.517
Bank of Tokio Ltda.	379.895
Bank of Tokio Ltda.	133.602
Tenedores de bonos en Colombia	1.624.875
Tenedores de bonos varios países	1.250.000
Tenedores de bonos varios países	965.745
BIRF- Sustitución de deuda	2.300.000
Gobierno Francés	780.468
Export Development Canada	1.308.526
BID	1.503.955
Corporación Andina de Fomento (CAF)	649.950
Total deuda externa EPM	11.029.532
Bancolombia	100.000
Bonos IPC IV Tramo 3	267.400
Tenedores de bonos	1.884.580
Banco Agrario	116.000
Total deuda interna EPM	2.367.980
Total deuda	13.397.512

Fuente: Contraloría General de la República.

4.2.1.1 Hidroeléctrica de Hidroituango

El contrato BOOMT celebrado entre la Hidroeléctrica Ituango S.A. E.S.P. y E.P.M. Ituango S.A. para construir el proyecto hidroeléctrico Ituango fue cedido a EPM E.S.P. en 2013 y obligó a la empresa a invertir en financiamiento, construcción, operación, mantenimiento y entrada en operación de la central hidroeléctrica, con el compromiso de transferirla a la Hidroeléctrica Ituango S.A. E.S.P. después de cincuenta años³⁷.

³⁷ Fuente: Notas a los Estados Financieros a 31 de diciembre de 2018, Empresas Públicas de Medellín y subsidiarias.

La crisis del proyecto hidroeléctrico de Hidroituango se ha venido manifestando en problemas financieros para la empresa que se traducen en mayores costos por retrasos en el cronograma e incumplimiento para la puesta en marcha del embalse y de la generación de energía, atención de las comunidades afectadas por los hechos ocurridos el 28 de abril de 2018, atención de infraestructura física del proyecto y recuperación de la obra, todo lo cual impacta las finanzas de la empresa, situación que ha llevado a que ésta recurra a la venta de activos con el fin de obtener liquidez para atender con promisos financieros, y a gestionar las pólizas con las aseguradoras e incluso a transferir costos a la Sociedad Hidroituango.

Esta situación se refleja igualmente en los resultados del ejercicio de EPM. Si bien es cierto que al cierre de 2018 presentó utilidades por \$2,5 billones, éstas se redujeron con respecto al cierre de 2017 en 10,8%. El impacto del retraso del inicio de la operación de la Hidroeléctrica de Hidroituango se reflejó en el menor valor estimado dejado de percibir por la operación comercial de generación de energía, por \$4,0 billones³⁸. Adicionalmente, se constituyeron provisiones en 2018 por \$137.318 millones para amparar la construcción y puesta en operación de la hidroeléctrica, todo lo cual incrementará las necesidades de financiamiento de la empresa.

4.2.1.2 Hidroeléctrica Porce

Para la financiación del Proyecto Hidroeléctrico PORCE II y III, se contrataron créditos con el *Bank of Tokyo* por USD 200 millones y con el BID por USD 200 millones, los cuales registraron saldo con el *Bank of Tokyo* por \$133.602 millones y con el BID por \$355.962 millones.

4.2.1.3 Exposición de la deuda de EPM

El saldo de los créditos adquiridos para la financiación del Proyecto Hidroeléctrico de Hidroituango ascendió a \$4,7 billones, correspondientes a \$1,9 billones en deuda interna y \$2,8 billones en acreedores externos.

38 Notas a los Estados Financieros, Nota 22, septiembre 2018.

Los acreedores por financiamiento del proyecto Hidroituango son el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social \$132.516,6 millones; Bank of Tokio \$379.894,5 millones; Tenedores de Bonos varios países \$965.745 millones; Expert Development Canada \$1.308.525,5 millones y Tenedores de Bonos en Colombia por \$1,8 billones (Cuadro 4-8).

El cambio de las condiciones del proyecto por el daño a la infraestructura y a la obra, causaron que la empresa tuviera que recurrir a costos adicionales para los cuales no había realizado provisiones en sus estados financieros 2017, por lo cual tuvo que recurrir a la venta de activos para obtener liquidez, manifestándose la vulnerabilidad de las finanzas de EPM para atender las contingencias que se pudieran presentar en la construcción del proyecto hidroeléctrico y por tanto para pagar el servicio de la deuda con los acreedores, tanto locales como extranjeros.

4.2.2 Grupo Empresa de Energía Bogotá S.A. E.S.P.

La Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. modificó su razón social a Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.³⁹ y controla a diez empresas filiales, dentro de las cuales está el mayor operador de gas natural en Colombia, Transportadora de Gas Internacional S.A. (TGI S.A.).

El saldo de la deuda pública del Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P es de \$3,81 billones, \$2,50 billones corresponden a deuda externa y \$1,31 billones a deuda interna. Con relación al saldo de 2017, la deuda de la empresa se incrementó 3,4%, debido a desembolsos y ajustes en cambio. Durante la vigencia la empresa canceló el préstamo con Tenedores de Bonos de varios países, al amortizar \$2,2 billones, a quienes pagó comisiones por \$ 67.046,5 millones.

El saldo de los créditos con los acreedores externos son el *Bank of America Nat. Trust Savings Association* por \$2.434,1 millones y la Corporación Andina de Fomento (CAF) por \$ 69.637,5 millones. En cuanto a la deuda interna, permaneció estable, con una disminución de 0,09%.

³⁹ Acta 078 del 6 de octubre de 2017.

Durante 2018 la empresa efectuó proceso de enajenación parcial de las acciones en circulación con el fin de proporcionar recursos al Distrito Capital para ejecutar el Plan de Desarrollo Distrital, conservando la mayoría accionaria, 65,68%.

4.2.3 Transportadora de Gas Internacional (TGI)

La Transportadora de Gas Internacional (TGI), filial del Grupo Empresa de Energía de Bogotá (EEB), es otra entidad del orden territorial relevante para el sector. En tal sentido, la TGI registró una deuda por \$3,93 billones, distribuidos en \$2,71 billones para la deuda externa y \$1,22 billones para la interna; mientras que el saldo de los créditos externos ascendió a \$2,7 billones, de los que le correspondió \$272.979 millones al BBVA Bancomer S.A. y \$2,4 billones a tenedores de bonos varios países. Por su parte la deuda interna registró un incremento del 9%.

En 2018 la Empresa registró ganancias por \$455.716 millones⁴⁰ y realizó una operación de manejo de deuda que mejoró su perfil de vencimientos, al redimir de forma anticipada los bonos con vencimiento 2022 y una tasa del 5,7% y en la emisión de un nuevo bono con vencimiento 2028 y una tasa del 5,55%⁴¹.

4.2.4 Empresas Municipales de Cali (Emcali)

Las Empresas Municipales de Cali (Emcali)⁴² registraron un endeudamiento por \$999.285 millones, de cuyo saldo le correspondió \$995.851 millones (99,07%) a deuda interna y \$3.433 millones (0,03%) a la externa. La deuda interna de Emcali se originó en un acuerdo de pago con la Nación suscrito el 13 de octubre de 2009, mientras que el saldo de crédito externo por \$3.433,5 millones se suscribió con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

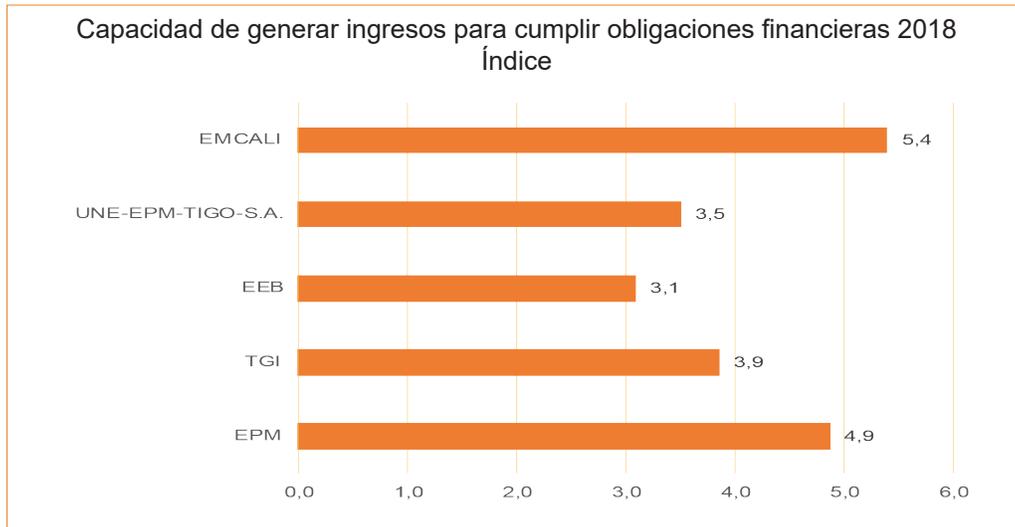
⁴⁰ Fuente: Notas a los Estados Financieros.

⁴¹ Ibid.

⁴² Emcali fue intervenida desde 2003 hasta 2015.

En este contexto resulta relevante examinar la capacidad de las empresas para generar resultados suficientes con el fin de respaldar el servicio de la deuda, a partir de la medición del indicador EBITDA a gastos financieros⁴³.

Gráfico 4-11



Fuente: Estados Financieros a 31 de diciembre de 2018.

Las entidades territoriales se mantuvieron en niveles óptimos de generación de recursos para pagar sus obligaciones financieras, con un indicador para Emcali de cinco veces su capacidad para afrontar el pago de la deuda y de 4,9 para EPM, mientras que las demás entidades de la muestra arrojaron indicadores aceptables (Gráfico 4-11).

4.3 Sector Financiero

En el último año la deuda del sector sumó \$6,66 billones, debido principalmente a la deuda externa que registró un incremento de \$902 mil millones frente a 2017, por efecto de la devaluación del peso colombiano y los nuevos contratos desembolsados (Cuadro 4-9).

⁴³ EBITDA: Excluye del resultado operacional las depreciaciones, amortizaciones, provisiones, los otros ingresos y egresos y el impuesto al patrimonio; Una relación baja del indicador expresa que la empresa tiene capacidad de pago para afrontar sus deudas.

Cuadro 4-9Saldos de deuda Sector Financiero 2017-2018
Cifras en miles de millones de pesos

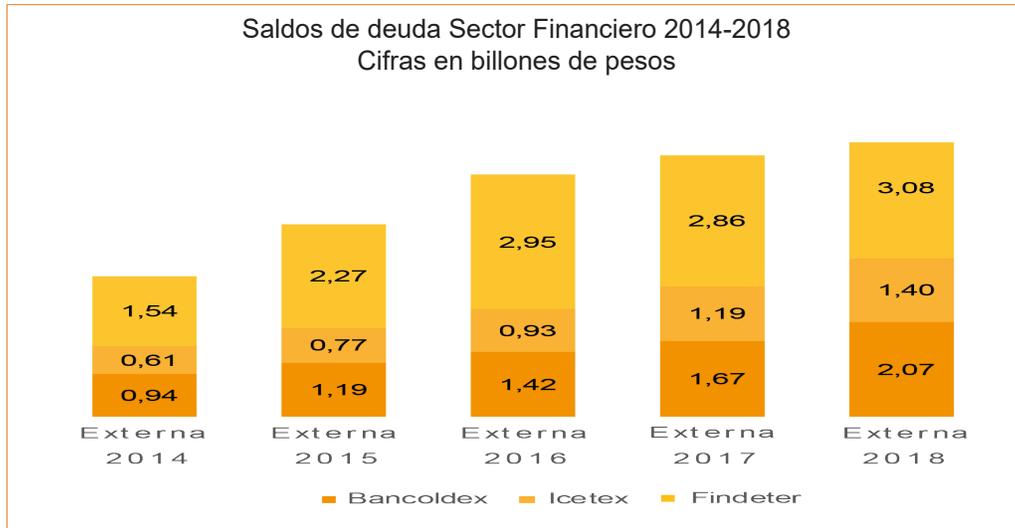
	2017		2018	
	Interna	Externa	Interna	Externa
Bancoldex	-	1.666,23	-	2.074,60
Icetex	-	1.191,42	-	1.402,49
Findeter	-	2.862,53	-	3.078,98
Fogacoop	19,10	-	11,92	-
Fiduprevisora	-	24,33	-	100,00

Fuente: Contraloría General de la República.

El porcentaje de deuda del sector financiero, con respecto a la deuda total de las entidades descentralizadas nacionales, fue del 11,3%, dentro de los tres sectores con altos niveles de endeudamiento y como el tipo de deuda es principalmente externa, se encuentra expuesta a las variaciones en tipo de cambio, lo cual puede afectar las finanzas de las entidades a pesar de las bajas tasas de interés que se obtuvieron con sus prestamistas principales.

En 2018 Bancoldex S.A. contrató deuda con el BID para reconversión productiva y desarrollo exportador por USD 90 millones; la Financiera de Desarrollo Territorial contrató un crédito con el gobierno alemán por USD 82 millones, para el refinanciamiento y redescuentos en forma de subpréstamos para eficiencia energética y energías renovables, y; el Icetex que realizó un préstamo con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento BIRF para el financiamiento de los programas ACCES- PACES, sin desembolsar, sin embargo esta entidad comenzará a pagar comisiones desde enero 2019 (Gráfica 4-12).

La deuda interna del sector financiero nacional disminuyó, ya que la única entidad que registró saldo fue Fogacoop que pasó de un saldo de \$42.000 millones a \$11.900 millones entre 2014 y 2018, teniendo en cuenta que las demás entidades no reportan por estar dentro de lo establecido por la Ley 80 de 1993; lo contrario ocurrió con la deuda externa, la cual registraba un monto de \$3 billones al comienzo del periodo y terminó el cuatrienio con \$6,65 billones.

Gráfico 4-12

Fuente: Contraloría General de la República.

En este grupo de entidades la contratación fue dinámica en cuanto a deuda externa y se reportan créditos para inversión enmarcados en los ejes principales del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 “Todos por un nuevo país”, los cuales eran la Paz, Equidad y Educación, abarcados en este sector por inversiones en sectores productivos como energía, a través de Bancoldex S.A, para desarrollo territorial por Findeter S.A, en educación por el ICETEX, además de créditos asumidos por la Fiduprevisora en el marco del Plan “Todos Somos Pazcífico”; la mayoría de estos créditos fueron garantizados por la Nación, de los que se destacan como principales acreedores del sector la banca multilateral, BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento) y el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (Cuadro 4-10).

Cuadro 4-10**Créditos de deuda Sector Financiero 2014-2018**

	Contrato	Año	Prestamista	Monto
	Fortalecimiento fiscal y gasto de inversión	2015	BID	100,00
	Inversión pública en las entidades territorial	2016	BID	150,00
Findeter	Financiación y asesoría	2016	Citibank NA	50,00
		2016	Bank of Tokio Ltd.	75,00
	Financiamiento objeto social	2016	BCIE	50,00
	Findeter energías renovables	2018	KFW	82,50
Fiduprevisora -	Plan todos somos pazcífico	2017	BID	231,40
	Plan todos somos pazcífico	2017	BIRF	126,70
Bancoldex	Programa de energías renovables	2017	BID	9,27
	Proyectos de inversión	2018	BID	90,38
Icetex	Programa paces	2017	BIRF	160,00
		2018	BIRF	160,00

Fuente: Contraloría General de la República.

4.4 Sector Transporte

La proporción de deuda de este sector, frente al total de las entidades descentralizadas, ascendió a 6,9% a 2018. La Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) en 2015 tenía un endeudamiento de \$414.453 millones, luego incrementó su monto en 2016 a \$630.542 millones y finalizó 2018 con una disminución hasta \$466.099 millones (Cuadro 4-11).

Cuadro 4-11**Saldo de deuda Sector transporte Nacional 2017-2018**
Cifras en millones de pesos

Sector Transporte	2017	2018
Agencia Nacional de Infraestructura	546.221	466.099
Instituto Nacional de Vías (Invías)	35.601	28.631
Aeronáutica Civil	5.236	4.295
Metro de Medellín	5.978.130	6.020.555
Total	6.565.188	6.519.580

Fuente: Contraloría General de la República.

En el periodo de referencia se destacó la capitalización de la deuda de Sateña por parte del Gobierno Nacional en 2017, por un monto de \$49.165 millones, además de la deuda interna adicional que registró la ANI en los balances contables por \$5,71 billones, por concepto de pasivo financiero por acuerdos de concesión (concedente) que, aunque no se encontró en el total de la entidad, se monitoreó por control de endeudamiento.

Para 2018 las tres entidades del nivel nacional que mantuvieron saldos de deuda disminuyeron sus valores totales, haciendo que el sector pasara de \$587.058 millones en 2017 a \$499.025 millones en 2018. Algunos de los acuerdos de pago de estas entidades comenzaran su vencimiento en 2020, como es el caso de Invías, en cuanto la Unidad Administrativa Especial Aerocivil el acuerdo se dio en el marco del crédito externo concedido por el gobierno alemán a través de KFW, el cual el Gobierno Nacional debió cancelar y establecer formas de pago directa con la entidad con vencimiento en 2022.

4.4.1 Metro de Medellín

El monto actual de la deuda del Metro de Medellín ascendió a \$6,02 billones, de los cuales 98,9%, es decir, \$5,95 billones, provino de la deuda adquirida con la Nación (Gobierno Nacional Central), especialmente por los pagos adicionales efectuados a los acreedores externos, en virtud de la garantía otorgada a las operaciones de crédito público externo efectuadas por el Metro de Medellín. La deuda con la Nación también incluyó los créditos de presupuesto que otorgó a la empresa para financiar gastos de nacionalización de equipos para el sistema de transporte masivo.

El mayor valor pagado por la Nación se explicó porque las rentas pignoras por el Metro de Medellín, el Departamento de Antioquia, el Municipio de Medellín y otras entidades territoriales participantes en el Sistema de Transporte Masivo de Pasajeros del Valle de Aburrá no fueron suficientes para garantizar y cubrir el 60% de la cuota, con base en la pignoración de las rentas del tabaco y de la gasolina⁴⁴. Esto condujo a la firma de un acuerdo de pago que reestructuró la deuda del Metro de Medellín con la Nación⁴⁵.

44 El artículo 5 de la Ley 310 de 1996 establece que: "Las entidades territoriales participantes en el Sistema de Servicio Público Urbano de Transporte Masivo de Pasajeros de la ciudad de Medellín y el Valle de Aburrá, deberán pignorar rentas que garanticen por lo menos de un sesenta por ciento (60%) del valor presente del servicio de la deuda de todos los créditos que se hayan contraído o se encuentren contratados o que están o estuvieren garantizados o avalados por la Nación, para la financiación de este Sistema, cualquiera sea el estado de amortización en que se encuentren. El cuarenta por ciento (40%) restante queda a cargo de la Nación."

En cuanto al monto de la deuda externa del Metro de Medellín, esta ascendió a \$63.767 millones, que correspondió a capital, intereses, comisiones y otros costos financieros de los créditos de empréstito con acreedores externos.

La deuda del Metro de Medellín se mantuvo estable durante el periodo 2017-2018, al pasar de \$5,97 billones a \$6,02 billones, debido a que no adquirió nuevos créditos, aunque viene capitalizando pagos por amortizaciones e intereses. En cuanto a los pagos, para deuda interna efectuó amortizaciones por \$46.190,3 millones, intereses \$79.696,3 millones y no pagó comisiones por no presentar desembolsos de créditos. Para deuda externa realizó amortizaciones por \$9.860 millones y pagó intereses por \$2.124 millones.

4.5 Sector Agropecuario y Corporaciones Autónomas Regionales

Durante el periodo 2014-2018 el Sector Agropecuario, al igual que los demás sectores donde se ubican las empresas nacionales, incrementó su endeudamiento, al pasar de \$416.698 millones en 2014 a casi el doble en 2018 cuando se registró un valor de \$856.228 millones, con su monto más significativo en la deuda externa, la cual incluyó los saldos de la Corporación Autónoma Regional de Cundinamarca, el Instituto Colombiano de Desarrollo Rural, el ICA y el Fondo Nacional del Café. En cuanto a la deuda interna, por \$135.858 millones, correspondió a los empréstitos de las corporaciones autónomas y de la Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Santander (EMPAS).

La concentración en la mayor parte de las entidades se presentó en deuda interna (Cuadro 4-12), aunque la externa fue más alta, teniendo en cuenta el efecto en las variaciones en la tasa de cambio, por lo que en algunos años tuvo un impacto a la baja, como ocurrió entre 2015 y 2016, en estos dos años es importante mencionar que también se encontraba entre los saldos la deuda externa que tenía el Instituto Colombiano Agropecuario la cual fue cancelada a 2017, a pesar de

45 Acuerdo de Pago entre la Nación, el Metro, Antioquia y Medellín. Numeral 4, fecha de consulta: 2 de abril de 2019, tomado de: http://historico.presidencia.gov.co/prensa_new/sne/2004/mayo/21/03212004.htm

esta cancelación para 2017 y 2018 se presentó un aumento por devaluación, donde la entidad más afectada fue la CAR Cundinamarca que tiene créditos con la banca multilateral (BID, BIRF), firmados en 1991 y 2011, destinados a la recuperación y adecuación hidráulica del Río Bogotá. Este último con la mayor dinámica, ya que aún se registran desembolsos que aumentaron el saldo entre estos dos años.

Cuadro 4-12

Saldos de deuda Sector Agropecuario- CAR 2017-2018
Cifras en millones de pesos

	2017			2018		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
CAR Boyacá	3.219	-	3.219	2.558	-	2.558
CAR Caldas	18.970	-	18.970	30.395	-	30.395
CAR Cundinamarca	18.494	153.414	171.909	16.183	332.345	348.528
CAR Defensa de la Meseta de Bucaramanga	4.247	-	4.247	3.673	-	3.673
CAR de las Cuencas de los Ríos Rionegro	11.423	-	11.423	9.254	-	9.254
CAR de los Valles del Sinú y San Jorge	27.028	-	27.028	25.028	-	25.028
Corporación para el Desarrollo Sostenible de la Macarena	3.943	-	3.943	3.402	-	3.402
CAR Quindío	3.995	-	3.995	3.914	-	3.914
Empresa Pública de Alcantarillado de Santander E.S.P.	21.504	-	21.504	18.219	-	18.219
Instituto Colombiano de Desarrollo Rural	-	190	190	-	124	124
Fondo Nacional del Café (FNC)	-	377.513	377.513	-	411.134	411.134
Gran Abastos	-	22.235	-	23.232	-	23.232
Total	112.824	553.353	643.941	135.858	743.603	879.461

Fuente: Contraloría General de la República.

Para 2018, la deuda de las CAR y otras entidades del sector totalizó un monto de \$856.228 millones, del cual \$112.625 millones correspondieron a la deuda interna y \$743.603 millones a la deuda externa, en el primer tipo de endeudamiento los mayores niveles los registraron las Corporaciones Autónomas Regionales de Caldas con \$30.395 millones, de los Valles del Sinú y San Jorge con \$25.027 millones, la Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Santander (Empas) con \$18.218 millones y la CAR Cundinamarca con \$16.182 millones.

Entre otras entidades del sector se encuentran las empresas de abastecimiento como Granabastos de Barranquilla y la Central de Abastos de Cúcuta, que tienen en sus saldos deuda interna por \$21.402 millo-

nes en 2014 y se mantiene alrededor de este monto hasta 2018 donde se incrementó al pasar a \$23.232 millones. Para 2016 fue cancelada la deuda de la Central de Abastos de Cúcuta quedando una sola entidad en las estadísticas. Esta entidad representó el 0,04% con relación al total.

4.6 Sector Telecomunicaciones

El sector de telecomunicaciones registró un proceso paulatino de privatizaciones y regionalizaciones de las principales empresas. Con la capitalización de Telecom por parte de Telefónica de España, la presencia del nivel nacional en el sector se fue reduciendo de tal forma que su deuda también cayó dramáticamente. Hoy en día la deuda que pesa más en el sector son las empresas del nivel municipal como EPM Telecomunicaciones y su fusión con UNE y Tigo, con una deuda de \$3,8 billones; le sigue la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, que mantuvo su nivel de endeudamiento externo con \$0,53 billones, con la expectativa de su privatización que finalmente no se concluyó (Cuadro 4-13).

Cuadro 4-13

Saldos de deuda Sector Comunicaciones 2017-2018
Cifras en millones de pesos

	2017			2018		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
Metrotel Redes S.A	100.009	-	100.009	-	-	-
Canal Regional de Televisión del Caribe Ltda.	435	-	435	239	-	239
Teveandina	938	-	938	186	-	186
Colombia Móvil	900.000	1.790.400	1.880.400	-	1.949.850	1.949.850
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	2.033.000	-	2.033.000	1.850.000	-	1.850.000
E.S.P. Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A.	-	530.180	530.180	-	530.180	530.180
Total	3.034.381	2.320.580	4.544.961	1.850.425	2.480.030	4.330.455

Fuente: Contraloría General de la República.

En cambio de las empresas nacionales solo cuenta la participación de Colombia Telecomunicaciones que junto con Telefónica – Movistar entraron a participar de las redes locales como Telefónica de Bucaramanga y Teléfonos de Barranquilla que se transformó en Metropolitana de Telecomunicaciones -Metrotel Redes- entidad de derecho privado

con una participación mayoritaria de Telefónica de España; esta última empresa, registraba una deuda interna de \$104 mil millones, cifra que para 2018 la CGR retira de sus estadísticas, quedando solo el Canal Regional de Televisión Telecaribe y Teveandina como entidades del nivel nacional (Cuadro 4-13). Para 2018, además del retiro de Metrotel de Barranquilla, se destacó que las dos entidades restantes bajaron sus saldos dejando al sector con un saldo de deuda \$4,33 billones.

4.6.1 UNE EPM -TIGO S.A.

La empresa UNE - EPM -TIGO S.A, resultado de la fusión de UNE-EPM Telecomunicaciones y Colombia Móvil, registró endeudamiento por \$3,80 billones, corresponde \$1,95 billones a deuda externa y \$1,85 billones a deuda interna. Los acreedores externos son *J.P. Morgan Chase Bank* y *Scotiabank* (crédito sindicado), saldo por \$974.925 millones; y el *Millicom Spain S.L.* saldo por \$974.925 millones. Deuda local con Bancolombia, BBVA y Davivienda.

Durante 2018 no tuvo más movimientos que el pago de intereses por \$43.723,2 millones. El saldo de la deuda externa se incrementó por tasa de cambio, en \$159.450 millones. En cuanto a los pagos realizados por deuda interna, amortizó \$90.000 millones que había adquirido Colombia Móvil antes de la fusión, de manera que el saldo de deuda interna, por \$1,85 billones, correspondieron a créditos adquiridos por UNE-EPM Telecomunicaciones S.A. E.S.P.

4.7 Sector Educación

La deuda de las entidades del sector educativo ascendió a \$219.774 millones en 2018, la cual representó el 0,2% de la deuda total y registró un decrecimiento de \$15.650,6 frente al saldo de la vigencia anterior. Del monto total las entidades del sector nacional mantuvieron deudas por \$137.020 millones, mientras que las territoriales registraron un monto de \$82.746 millones (Cuadro 4-14).

Cuadro 4-14Saldos de deuda Sector Educación 2014-2018
Cifras en millones de pesos

Sector /Entidad	2017	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Ajuste de Cambio (+)	Total anual
Sector Público Nacional	139.621,2	3.216,0	5.809,2	600,3	-8,2	137.019,7
Servicio Nacional de Aprendizaje	120,8	-	112,5	-	-8,2	-
Universidad de Caldas	31.148,0	-	3.100,0	458,0	-	28.048,0
Universidad Nacional Abierta y a Distancia	102.683,0	-	1.997,6	-	-	100.685,4
Universidad Tecnológica de Pereira	5.669,4	3.216,0	599,1	142,4	-	8.286,3
Sector Público Territorial	95.803,7	10.833,0	23.882,2	5.933,0	-	82.754,5
Universidad de Antioquia	49.875,4	10.833,0	12.288,2	3.196,0	-	48.420,2
Universidad de Cartagena	8.480,0	-	-	-	-	8.480,0
Universidad de Cundinamarca	2.827,4	-	1.780,4	95,7	-	1.047,0
Universidad de Pamplona	15.900,6	-	3.720,6	1.223,9	-	12.180,1
Universidad del Quindío	0,0	-	0,0	-	-	-
Universidad del Valle	96,3	-	96,3	0,0	-	0,0
Universidad Francisco de Paula Santander	1.725,8	-	1.176,0	106,6	-	549,8
Politécnico Colombiano Jaime Isaza Cadavid	10.857,1	-	2.285,7	961,5	-	8.571,4
Institución Universitaria de Envigado	4.184,6	-	678,6	282,3	-	3.506,0
Institución Universitaria Pascual Bravo	1.856,4	-	1.856,4	66,9	-	-
Total general	235.424,9	14.049,0	29.691,4	6.533,3	-8,2	219.774,3

Fuente: Contraloría General de la República.

Los mayores niveles de endeudamiento están en la Universidad Nacional Abierta y a Distancia con \$100.685 millones, la Universidad de Antioquia con \$48.420 millones y la Universidad de Caldas con \$28.048 millones. En general, estos valores son bajos frente a los sectores analizados anteriormente.

Los saldos de la deuda de las entidades del orden nacional disminuyeron entre 2014- 2015, al pasar de \$30.344 millones a \$26.465 millones, valor registrado principalmente en la deuda interna, aunque la deuda externa del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) también bajó, pero en menor proporción.

La deuda externa, por su parte, también bajó su total en 2016, al pasar de \$629.894 millones en 2015 a \$358.930 millones en 2017 y luego de \$120.750 millones en 2018 se terminó por cancelar el crédito.

to que mantenía el SENA desde 1976 con la Agencia Internacional de Desarrollo garantizado por la Nación.

Para 2018 el sector registró deuda interna por \$219.774,3 millones, principalmente por La Universidad de Caldas, el Instituto de Investigaciones Costeras y Marinas, la Universidad Tecnológica de Pereira y el más alto endeudamiento por la Universidad Nacional Abierta y a Distancia.

4.8 Sector Seguridad Social

La deuda de este sector en el ámbito nacional desapareció para 2018, ya que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó la depuración contable de la cartera de imposible recaudo, reglamentada en la Resolución 2317 del 6 de agosto de 2018, mediante la cual se canceló el endeudamiento de la Empresa Social del Estado Antonio Nariño, que se encontraba en liquidación desde 2008 (Decreto 3870 de 2008), pero que hasta 2017 no se había resuelto su pago.

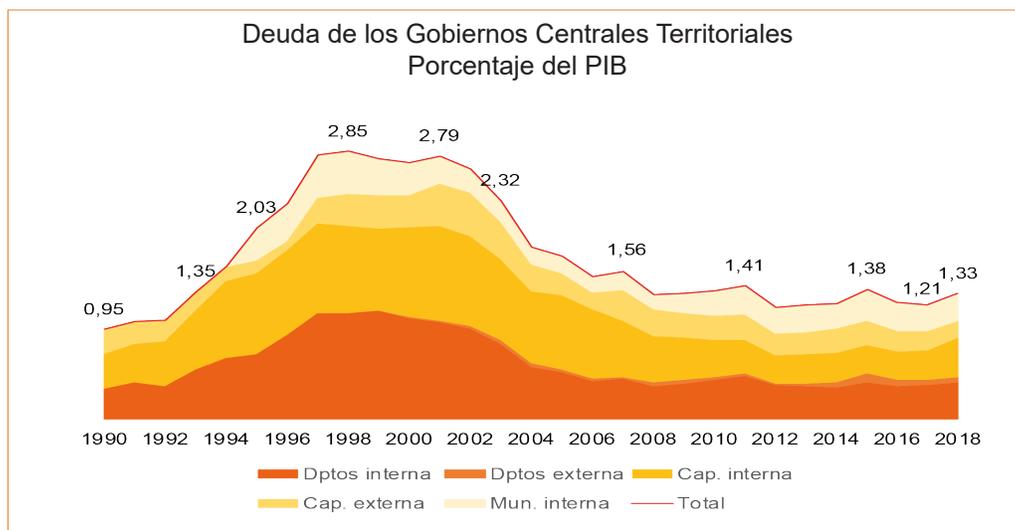
Capítulo V

Deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales

Desde la promulgación de la Constitución de 1991 Colombia experimentó diversos cambios en su Sector Público. Entre ellos, la Constitución de 1991 estableció una profundización del proceso de descentralización territorial, generando una mayor transferencia de recursos del nivel central hacia los entes territoriales y mayores responsabilidades para estos últimos. Dicha transferencia de recursos nacionales amplió la capacidad de endeudamiento de los municipios y departamentos.

Con el aumento de los ingresos en el nivel territorial, el sistema financiero incrementó el volumen de préstamos a dichos gobiernos. Así, la deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales (GCT) pasó de representar el 1,0% del PIB en 1990 al 2,9% en 1998. En 1997 el GNC puso límites y su intervención se materializó en la expedición de la Ley 358 de 1997. A partir de 1998 la deuda comenzó a mostrar una tendencia decreciente hasta alcanzar un mínimo de 1,2% del PIB en 2012 manteniéndose en este nivel hasta 2014. La devaluación observada en 2015 impulsó el indicador hasta 1,4% del PIB, volviendo a retroceder en los dos años siguientes (Gráfico 5-1).

Gráfico 5-1



Fuente: Contraloría General de la República.

La Constitución Política de 1991 impuso límites a la deuda pública. Específicamente, estableció en su Artículo 364 que: “El endeudamiento interno y externo de la Nación y de las entidades territoriales no podrá exceder su capacidad de pago. La ley regulará la materia”. En el país se han establecido dos tipos de límites al endeudamiento territorial:

- Límites administrativos: el Decreto 2681 de 1993 estableció diversos trámites administrativos que las entidades territoriales debían cumplir para realizar operaciones de crédito. Así, el Artículo 10° establece que para contratar deuda externa las entidades territoriales y sus descentralizadas requieren:

a) Para iniciar gestiones, concepto favorable del Departamento Nacional de Planeación y autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y

b) Para suscribir el contrato y otorgar garantías al prestamista, autorización del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Respecto a la emisión de títulos de deuda el Artículo 22 establece que “La emisión y colocación de títulos de deuda pública interna de entidades territoriales y sus descentralizadas requerirá autorización, impartida mediante resolución del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en la cual se determine la oportunidad, características y condiciones de la colocación de acuerdo con las condiciones del mercado”.

Finalmente, se prohibió a la Nación el otorgamiento de garantías por operaciones de crédito interno de las entidades territoriales en el Artículo 23: “En ningún caso la nación podrá garantizar obligaciones internas de pago de las entidades territoriales y sus descentralizadas, ni obligaciones de pago de particulares”. La Ley 550 de 1999 brindó mecanismos para que las Entidades Territoriales pudieran crear acuerdos de reestructuración de sus pasivos sin que el GNC tuviera que entrar como garante⁴⁶.

⁴⁶ La Dirección de Apoyo Fiscal del Ministerio de Hacienda, al cierre de abril de 2019 han suscrito estos acuerdos 16 Departamentos (cinco en ejecución), 10 Municipios Capitales (cuatro en ejecución) y 82 Municipios No Capitales (16 en ejecución).

- El establecimiento de reglas a través de la Ley 358 de 1997. Reglas materializadas en dos indicadores que miden la capacidad de pago mencionada en la Constitución. A través de la Ley 358 se buscó que el endeudamiento territorial se realizará bajo criterios de prudencia financiera.

Los controles establecidos han sido efectivos al limitar el endeudamiento de los GCT, de forma que no se han observado en la última década los valores registrados a fines de los noventa y los primeros años en este siglo (Gráfico 5-1). De la gráfica se puede concluir que los esfuerzos legislativos de esos años fueron suficientes para cambiar la exposición de las entidades territoriales al endeudamiento.

Para el control de la deuda pública territorial es requisito indispensable contar con un adecuado registro de los saldos y movimientos de esta. Registro que ha de ser oportuno, continuo y confiable⁴⁷. A continuación, detallamos los principales resultados para la deuda de los GCT. La primera sección muestra la estructura de la deuda de los GCT, la segunda relaciona los principales prestamistas de estos entes públicos, la tercera sección se refiere al tema del servicio de la deuda y la cuarta presenta algunos casos específicos.

5.1 Estructura de la deuda de los Gobiernos Centrales Territoriales (GCT)

Los registros de la CGR acerca de la deuda de los GCT incluyen los gobiernos centrales departamentales y municipales. La CGR divide la información de los gobiernos centrales municipales entre capitales y no capitales. Se incluye a Bogotá D.C. dentro de la primera categoría.

Al cierre de 2018 la deuda de los GCT ascendió a \$13,05 billones (Cuadro 5-1), equivalente a 1,3% del PIB, donde la deuda de los departamentos llegó a \$4,41 billones (33,8% del total), la de las capitales a \$5,77 billones (44,2% del total) y la de los municipios no capitales a \$2,87 billones (22,0% del total). Respecto a 2017 se presentó un incremento de \$1,88 billones (16,9%), consistente con el ciclo electoral de los gobiernos subnacionales, que lleva a los gobernantes locales a endeudarse en la segunda mitad de su periodo de gobierno.

⁴⁷ La CGR lleva a cabo esa tarea. La Resolución Reglamentaria 0007 de 2016 regula los reportes de información de las entidades públicas de sus saldos y movimientos de deuda a la CGR, artículos 31 al 33.

Cuadro 5-1Saldo de la deuda del nivel central territorial
Cifras en billones de pesos y porcentajes

	Saldos billones de pesos				Variación 2018/2017		Porcentaje del PIB			
	2015	2016	2017	2018	Absoluta	%	2015	2016	2017	2018
Externa	2,73	2,51	2,33	2,27	-0,06	-2,5	0,3	0,3	0,3	0,2
Departamentos	0,59	0,56	0,53	0,52	-0,01	-2,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Capitales	2,14	1,95	1,79	1,74	-0,05	-2,7	0,3	0,2	0,2	0,2
Interna	8,29	8,18	8,83	10,78	1,94	22,0	1,0	0,9	1,0	1,1
Departamentos	3,17	3,00	3,29	3,89	0,60	18,2	0,4	0,3	0,4	0,4
Capitales	2,41	2,59	2,93	4,02	1,09	37,2	0,3	0,3	0,3	0,4
No capitales	2,70	2,58	2,61	2,87	0,26	9,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Total	11,02	10,69	11,16	13,05	1,88	16,9	1,4	1,2	1,2	1,3

Fuente: Contraloría General de la República, sobre información de contralorías territoriales y entidades.

Dentro de la deuda pública de los GCT, el 17,4% correspondió a endeudamiento externo (\$2,27 billones) y el 82,6% al interno (\$10,78 billones). En 2018 se presentó una disminución de \$59.012,20 millones en el saldo de la deuda externa y un incremento de \$1,94 billones en la interna, destacándose el crecimiento en el endeudamiento de los municipios capitales.

La deuda externa de los GCT perdió participación dentro del saldo de deuda total de estas entidades, de tal manera que mientras en 2014 y 2015 representaba casi la cuarta parte (24,8%), en 2018 no llegó a la quinta parte (17,4%). La fuerte devaluación de la moneda en 2014 y 2015, que implicaba un mayor riesgo cambiario, inclinó la decisión de los GCT de no acudir a los prestamistas externos. En 2018 se presentó solamente un desembolso al departamento de La Guajira por parte del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), que ascendió a \$25.083,7 millones, destinados al financiamiento de proyectos para la prestación de servicios de agua potable y saneamiento básico.

Entre tanto, las amortizaciones ascendieron a \$216.383,4 millones para un endeudamiento neto negativo de \$191.299,7 millones, cuya caída se compensó parcialmente por un ajuste cambiario de \$132.287,5 millones. En últimas, como se mencionó anteriormente, la deuda externa de los GCT descendió en \$59.012,20 millones. En este punto es importante destacar que el departamento de Cesar y el municipio de Santiago de Cali cancelaron la totalidad de sus acreencias con el exterior durante 2018 (Cuadro 5-2).

Cuadro 5-2Deuda externa de los Gobiernos Centrales Territoriales 2018
Cifras en millones de pesos

Entidad territorial	Saldo inicial	Tasa cambio	Desembolsos	Amortizaciones	Saldo final
Antioquia	371.173	29.585	0	31.181	369.577
La Guajira	136.081	10.079	25.084	37.918	133.326
Cundinamarca	24.031	1.736	0	4.577	21.191
Cesar	3.668	-65	0	3.602	0
Total departamentos	534.953	41.335	25.084	77.279	524.094
Bogotá D.C.	1.116.337	37.373	0	86.594	1.067.116
Municipio de Medellín	673.964	53.661	0	50.594	677.031
Municipio de Cali	1.999	-81	0	1.917	0
Total municipios	1.792.299	90.953	0	139.105	1.744.147
Total	2.327.253	132.287	25.084	216.383	2.268.240

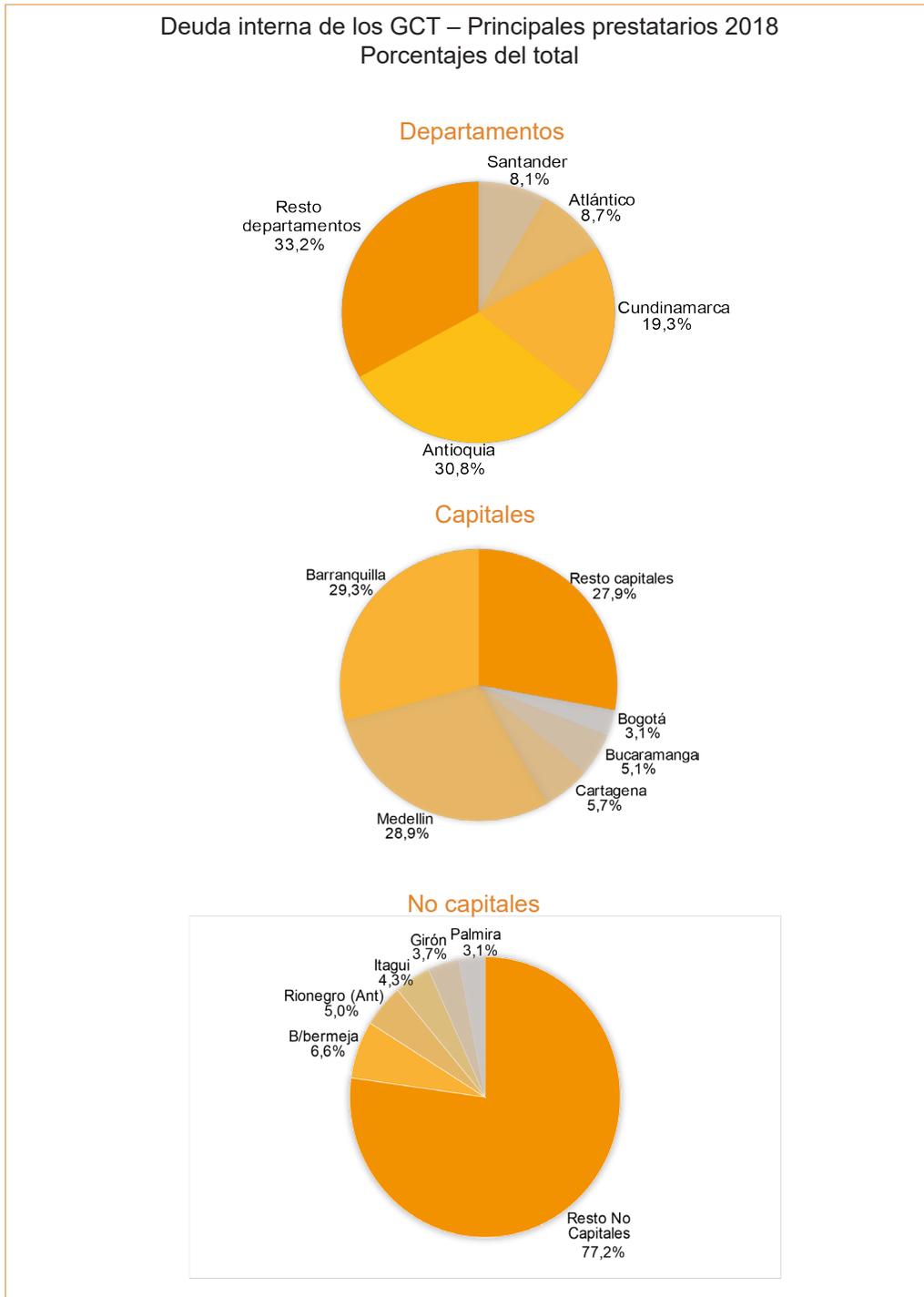
Fuente: Contraloría General de la República.

Medida en dólares, la deuda externa de los GCT ascendió a USD 697,97 millones, que significó una reducción de USD 81,94 millones frente al registro de 2017. Si se toman los saldos en su moneda original, el 72,8% se denominó en dólares, el 26,8% en pesos colombianos y el 0,4% restante en euros. La deuda externa denominada en pesos corresponde a los títulos emitidos en los mercados internacionales por Bogotá en 2007.

En 2018 la deuda interna de los GCT se situó en \$10,78 billones (1,1% del PIB), de los cuales \$3,89 billones le correspondieron a los departamentos, \$4,02 billones los municipios capitales y \$2,87 billones los municipios no capitales. Los municipios capitales presentaron el mayor incremento en su saldo y desplazaron a los departamentos como principales deudores de esta clase de entidades. La deuda interna de los GCT se concentró en unas pocas entidades, con los mayores saldos en Antioquia (\$1,20 billones), Barranquilla (\$1,18 billones), Medellín (\$1,16 billones) y Cundinamarca (\$0,75 billones), las cuales participaron con el 39,7% de la deuda interna. En la sección 5.4 se abordará con mayor detalle lo sucedido con estas entidades.

La concentración se presentó igualmente en cada una de las divisiones de los GCT. Para el caso de los departamentos, cuatro de ellos tienen el 66,8% de la deuda. Para los municipios capitales cinco de ellos participan con el 72,1% y para los no capitales los cinco más endeudados (de un universo de 1.100 municipios) representan el 22,8% (Gráfico 5-2).

Gráfico 5-2

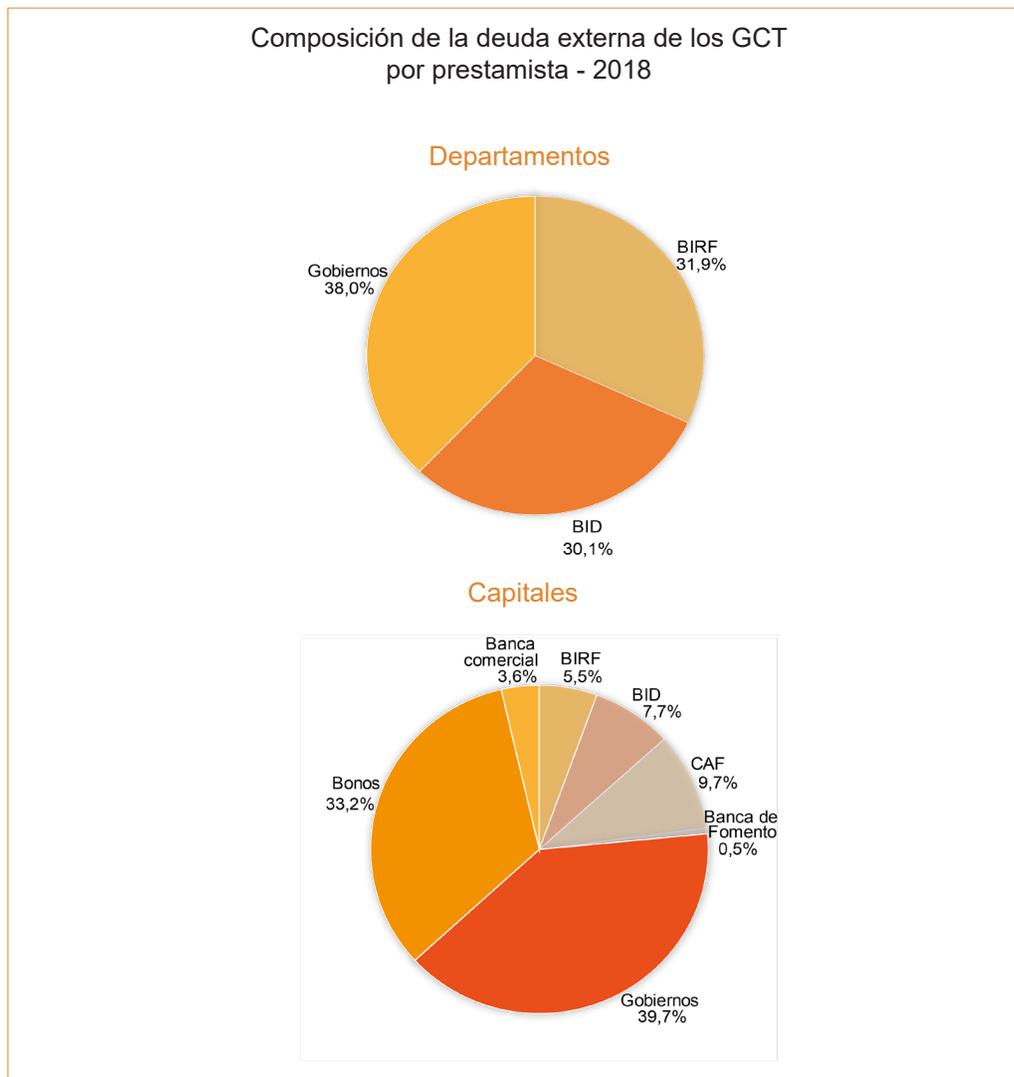


Fuente: Contraloría General de la República.

5.2 Prestamistas

En 2018 se destacaron como principales prestamistas externos de los gobiernos centrales departamentales las agencias multilaterales (62,0% del total) y los gobiernos (38,0% del total) (Gráfico 5-3). Es así como la totalidad de las acreencias de La Guajira (USD 41,0 millones) le correspondieron al BIRF, las de Cundinamarca se distribuyeron entre el BID (USD 6,2 millones) y el BIRF (USD 0,3 millones) y las de Antioquia entre el BID (USD 42,3 millones), el BIRF (USD 10,2 millones) y de forma adicional al gobierno francés (USD 61,3 millones).

Gráfico 5-3



Fuente: Contraloría General de la República.

La deuda externa de los municipios capitales fue adquirida principalmente por las agencias gubernamentales (39,7% del total), la emisión de bonos (33,2%) y las agencias multilaterales (22,9%). De tal manera, Medellín registró la totalidad de su deuda externa con el gobierno francés (USD 208,3 millones), mientras que Bogotá presentó una más amplia gama de prestamistas: tenedores de bonos (USD 178,0 millones), CAF (USD 51,8 millones), BID (USD 41,5 millones), BIRF (USD 29,7 millones), banca comercial (USD 19,5 millones) y otros (USD 7,8 millones). Los municipios no capitales no registran deuda externa.

Por su parte, la deuda interna de los departamentos tuvo como prestamistas principales a los bancos comerciales privados (81,1%) y el sistema financiero público⁴⁸ (11,3%). Por bonos internos se registró una deuda de \$130.000,0 millones emitidos por Cundinamarca en diciembre de 2018, al Gobierno se le adeudó \$72.496,7 millones por parte del Chocó y a otras entidades públicas, específicamente a los Institutos de Fomento y Desarrollo Regional (INFIS), un total de \$64.289,8 millones.

Respecto a los municipios capitales, se destacaron como principales prestamistas los bancos comerciales privados con una participación del 85,6%. A los tenedores de bonos se les adeudó \$248.560,0 millones por parte de Medellín y \$73.971,5 millones al Gobierno Nacional correspondiente a préstamos a Barranquilla, Valledupar y Quibdó. Finalmente a las INFIS se le adeudó un total de \$6.008,6 millones por parte de Neiva (Cuadro 5-3).

Cuadro 5-3

Deuda interna de los GCT por tipo de prestamista 2018
Participación porcentual

Prestamista	Departamentos	Capitales	Municipios no capitales 1/
Bonos	3,3	6,2	0,0
Gobierno	1,9	1,8	0,0
Otras entidades públicas	1,7	0,1	10,1
Bancos comerciales privados	81,1	85,6	71,6
Sistema financiero público 2/	11,3	6,1	15,5
Otros 3/	0,7	0,1	2,8

(1) Corresponde a una muestra de 70 gobiernos centrales municipales no capitales con los mayores saldos de deuda.

(2) Incluye Banco Agrario y Findeter.

(3) Incluye Sector Privado, Fiduciarias, Aseguradoras y Compañías de Leasing.

Fuente: Contraloría General de la República a partir de formatos SEUD, FUT y operaciones contables - recíprocas..

48 Incluye Banco Agrario y Findeter.

Para los municipios no capitales se tomó una muestra de los 70 entidades con mayor saldo de deuda interna. Al igual que los departamentos y capitales, los principales prestamistas fueron los bancos comerciales privados (71,6%), aunque se acudió en mayor medida al sistema financiero público (Banco Agrario y Findeter), las INFIS y otras entidades públicas (10,6%). En la muestra no se registraron emisiones de bonos ni créditos con el Gobierno⁴⁹.

Toda vez que muchos municipios pequeños (que no se encuentran en la muestra) acuden por financiación a las INFIS, se tomó la información reportada por estas entidades en su informe de operaciones recíprocas 2018 con el fin de determinar el peso real de este tipo de financiamiento. De acuerdo con este ejercicio, el nivel territorial adeuda a estas entidades un total de \$575.298,0 millones. En los GCT el peso dentro de los créditos a departamentos (1,7%) y capitales (0,1%) correspondió al mostrado en el cuadro 5-3, aunque en los municipios no capitales la participación aumentó de 10,6% a 14,1%, debido a la facilidad en ciertas regiones (Antioquia, Huila y Valle) para que los municipios acudan a este tipo de financiamiento (Cuadro 5-4).

Cuadro 5-4

Créditos otorgados por las INFIS 2018
Cifras en miles de millones de pesos

	IDEA	Infivalle	Idesan	Inficaldas	Infimanizales	Infihuila	Otras (1)	Total
Gobernaciones	53,42	2,31	-	8,02	-	-	0,00	64,69
Capitales	-	-	-	-	-	6,01	-	6,01
Municipios no capitales	272,09	43,83	30,74	8,71	-	11,04	0,02	389,28
Entidades descentralizadas	39,56	29,43	0,73	9,67	25,87	6,56	0,00	115,31
Total	365,07	75,57	31,48	26,40	25,87	23,60	0,03	575,30

(1) Incluye Idear, Infiboy, Infider, Infinorte, Infitulua.

Fuente: Contaduría General de la Nación, cálculo Contraloría General de la República - Monto reportado a la CGN por las entidades contables públicas en el formato CGN 2015_002_OPERACIONES RECÍPROCAS_CONVERGENCIA.

5.3 Servicio de la deuda

En 2018 el servicio de la deuda de los GCT llegó a \$2,29 billones y representó el 0,23% del PIB, con un incremento de \$49.144,01 millones frente a 2017. Por amortizaciones se cancelaron \$1,52 billones

⁴⁹ Aunque algunos municipios no capitales como San Martín de Loba registran deuda con el Gobierno Nacional.

y por intereses y comisiones se realizaron pagos por \$770.946,81 millones. El servicio de la deuda interna alcanzó los \$1,95 billones, con una disminución de \$131.428,97 millones respecto a 2017, debido al menor monto de vencimientos; mientras que por servicio de la deuda externa se cancelaron \$338.940,81 millones, que significó un incremento de \$180.542,98 millones frente a los pagos registrados en 2017 (Cuadro 5-5).

Cuadro 5-5

Servicio de la deuda de los GCT 2014-2018
Cifras en billones de pesos

Concepto		2015	2016	2017	2018	Variación	
						Absoluta	Porcentual
Deuda interna	Amortizaciones	1,22	1,45	1,47	1,30	-0,17	-11,6
	Intereses y comisiones	0,40	0,75	0,61	0,65	0,04	6,4
	Total	1,62	2,21	2,08	1,95	-0,13	-6,3
Deuda externa	Amortizaciones	0,18	0,21	0,09	0,22	0,12	131,4
	Intereses y comisiones	0,06	0,15	0,06	0,12	0,06	88,9
	Total	0,25	0,36	0,16	0,34	0,18	114,0
Deuda total	Amortizaciones	1,41	1,66	1,57	1,52	-0,05	-3,1
	Intereses y comisiones	0,46	0,91	0,67	0,77	0,10	14,4
	Total	1,87	2,57	2,24	2,29	0,05	2,2

Fuente: Contraloría General de la República.

Los gobiernos departamentales efectuaron el 33,1% de los pagos por servicio de la deuda, las capitales el 35,8% y los municipios no capitales el 31,1% restante. El mayor incremento, respecto a 2017, lo registraron las capitales, mientras los otros dos niveles presentaron un descenso (Cuadro 5-6). La tasa de interés implícita (pago de interés sobre el saldo del periodo anterior) llegó a 6,9% para los departamentos, 11,8% para las capitales y 7,6% para los no capitales. En el caso de los municipios capitales se destacó el alto pago de intereses de Barranquilla, que resultó en una tasa implícita del 9,9%. El indicador de amortizaciones sobre el saldo del periodo anterior, que mide el peso de la parte corriente de la deuda, se encontró en el 13,7% para los departamentos, 11,8% para las capitales y 17,9% para los municipios no capitales, indicando que el horizonte de la deuda de los GCT no debe ser muy largo.

Cuadro 5-6Servicio de la deuda de los GCT 2014-2018
Cifras en billones de pesos

Nivel	Concepto	2015	2016	2017	2018	Variación	
						Absoluta	Porcentual
Departamentos	Amortizaciones	0,21	0,38	0,63	0,53	-0,10	-15,4
	Intereses y Comisiones	0,08	0,18	0,23	0,23	0,00	0,3
	Total	0,29	0,56	0,85	0,76	-0,10	-11,2
Capitales	Amortizaciones	0,73	0,79	0,40	0,48	0,08	19,5
	Intereses y Comisiones	0,22	0,33	0,25	0,34	0,09	35,9
	Total	0,95	1,12	0,65	0,82	0,17	25,9
Municipios no capitales	Amortizaciones	0,47	0,49	0,54	0,51	-0,03	-5,3
	Intereses y Comisiones	0,16	0,40	0,19	0,20	0,01	2,7
	Total	0,63	0,89	0,73	0,71	-0,02	-3,2
Deuda total	Amortizaciones	1,41	1,66	1,57	1,52	-0,05	-3,1
	Intereses y Comisiones	0,46	0,91	0,67	0,77	0,10	14,4
	Total	1,87	2,57	2,24	2,29	0,05	2,2

Fuente: Contraloría General de la República.

5.4 Algunos casos seleccionados

En 2018 se destacaron los casos de algunos GCT, bien sea por el monto de sus saldos o por los movimientos presentados en la vigencia. Se seleccionaron las siguientes entidades: Antioquia, Cundinamarca, Atlántico y Valle para los departamentos; Barranquilla y Medellín para las capitales y para los municipios no capitales se escogieron Girón y Palmira.

5.4.1 Antioquia

El Departamento de Antioquia aportó el 14,5% al PIB de 2018⁵⁰, cuya participación solo fue superada por Bogotá. En tal sentido, constituyó el departamento con un mayor nivel de endeudamiento, con un saldo de deuda pública de \$1,56 billones al cierre de 2018, correspondiente al 35,5% de la deuda de los gobiernos centrales departamentales y 12,0% de la deuda total de los GCT.

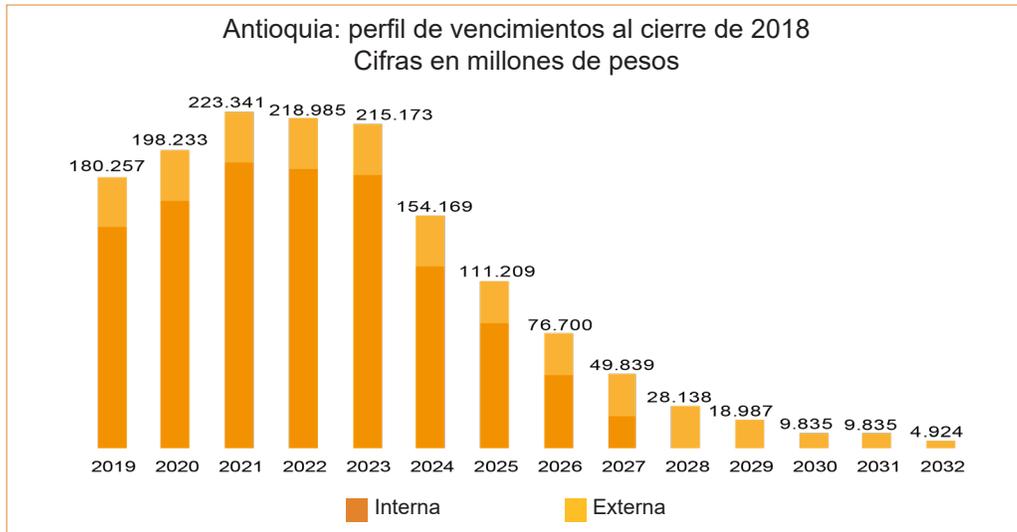
⁵⁰ De acuerdo al reporte preliminar de PIB departamental publicados por el DANE.

Su deuda externa ascendió a \$369.576,60 millones y su deuda interna a \$1,20 billones. Su saldo de deuda correspondió al 11,2% del total de sus activos y al 14,6% de sus pasivos. En tal sentido, llamó la atención la alta participación de la deuda externa (23,6%) que expuso al departamento a un alto riesgo cambiario, sumado al hecho que no cuenta con ingresos en moneda extranjera que mitiguen este riesgo.

El departamento recibió en 2018 desembolsos por \$184.500,30 millones correspondientes a créditos con Bancolombia por \$36.653,76 millones y con el Banco Popular por \$147.846,53 millones, destinados a la construcción y mejoramiento de la vivienda urbana y rural, construcción de espacios públicos, mantenimiento de la infraestructura de la Fábrica de Licores de Antioquia y otras inversiones del departamento.

Los pagos por servicio de la deuda ascendieron a \$186.731,90 millones, de los cuales \$141.898,23 millones fueron pagos de deuda interna y \$44.833,67 millones de deuda externa. El servicio de deuda del departamento representó el 4,6% de sus ingresos corrientes de la vigencia, el 12,8% de sus ingresos tributarios y el 5,7% de sus pagos presupuestales. Es decir, el servicio de la deuda no demandó una cantidad excesiva de sus recursos.

El perfil de la deuda de la entidad, reportado en el Formato Único Territorial, mostró una alta concentración de pagos para los próximos cinco años, especialmente en la deuda interna (Gráfico 5-4). La entidad tiene un pico de vencimientos en 2021 y 2022 y su portafolio de deuda una vida media de 4,51 años.

Gráfico 5-4

Fuente: Contaduría General de la Nación - Formato Único Tributario reportado por la Gobernación de Antioquia.

5.4.2 Cundinamarca

El departamento de Cundinamarca, con un aporte del 6,0% del PIB en 2018, se constituyó en la quinta región del país en importancia. Cundinamarca registró los mayores desembolsos durante 2018, seguido por Antioquia y Atlántico. El saldo de su deuda ascendió a \$769.965,58 millones, de los cuales \$748.774,48 millones correspondieron a deuda interna y \$21.191,10 millones a la externa. El saldo de su deuda representó el 9,8% de los activos de esta entidad y el 13,2% de sus pasivos.

El departamento recibió \$270.731,0 millones en desembolsos en 2018, de los cuales se contrataron \$140.731,0 millones con entidades financieras: \$40.656,0 con el Banco Popular y \$100.075,0 con BBVA. Los \$130.000 millones restantes se obtuvieron a través de la emisión de títulos en el mercado interno, colocados con una tasa cupón del 4,0% y con un plazo de 10 años. La emisión permitió ampliar el horizonte de vencimientos que antes terminaba en 2025 y ahora lo hace en 2028.

En 2018 el servicio de la deuda del departamento llegó a \$137.855,75 millones, de los cuales \$98.320,46 millones correspondieron a amortizaciones y \$39.535,29 millones al pago de intereses y comisiones. El servicio de la deuda del departamento en esta vigencia representó el 6,3% de sus ingresos corrientes, el 12,2% de sus ingresos tributarios y el 5,2% de sus pagos.

5.4.3 Atlántico

El departamento de Atlántico fue el sexto en tamaño por su aporte en el PIB de 2017 (4,4%) y el 2018 fue el tercero en desembolsos y en saldo de deuda. En tal sentido, la deuda del departamento ascendió a \$337.481,33 millones, toda ella deuda interna, la cual representó el 9,4% de los activos de este gobierno central departamental y el 21,0% de sus pasivos.

En 2018 se recibieron desembolsos por \$132.016,00 millones, correspondientes a préstamos con el sistema financiero nacional, los cuales se destinaron para el financiamiento de diversos proyectos del plan de desarrollo del departamento. La discriminación de estas operaciones se detalla en el Cuadro 5-7.

Cuadro 5-7

Atlántico, desembolsos de crédito 2018
Cifras en millones de pesos

Entidad financiera	Monto	Destino
Agrario	16.800,0	Mejoramiento y construcción de viviendas para la población vulnerable en varios municipios del departamento
BBVA	9.766,0	Obras de mitigación, acueducto, alcantarillado, electrificación y conectividad en los proyectos de vivienda social en el Departamento del Atlántico
Banco Popular S.A.	10.000,0	Construcción de infraestructura educativa
Bancolombia	30.000,0	Construcción infraestructura educativa
Banco de Occidente S.A.	47.750,0	Vías secundarias y terciarias del departamento
Bancolombia	15.000,0	Construcción, adecuación y dotación de las casas de cultura en municipios del departamento
Banco de Occidente S.A.	2.700,0	Compraventa de lote para la construcción de la ESE Hospital Juan Domínguez Romero en Soledad

Fuente: Contaduría General de la Nación Formato FUT – Información reportada por la entidad en el formato SEUD

El pago por servicio de la deuda llegó a \$49.642,27 millones, de los cuales \$30.944,36 millones correspondieron a amortizaciones y \$18.697,91 millones a intereses y comisiones. El servicio de la deuda de Atlántico correspondió al 4,8% de los ingresos corrientes del municipio y el 5,2% de los pagos. La vida media de la deuda es de 3,89 años y el vencimiento más lejano se ubicó en 2028.

5.4.4 Valle del Cauca

En 2018 el departamento del Valle del Cauca fue el tercero de acuerdo con su contribución al PIB (9,7%) y ocupó el sexto lugar por su nivel de endeudamiento. Al cierre de 2018 la deuda de este departamento ascendió a \$177.871,89 millones. Toda la deuda del departamento es interna. Comparada con 2017 la deuda se incrementó en \$107.542,59 millones, es decir el saldo de la deuda se multiplicó en 2018 en más del doble.

Los desembolsos durante ese año llegaron a \$108.016,0 millones, correspondientes a préstamos con el sistema financiero nacional, los cuales se destinaron para el financiamiento de diversos proyectos de transporte, escenarios deportivos y salud. La discriminación de estas operaciones se detalla en el Cuadro 5-8.

Cuadro 5-8

Valle del Cauca, desembolsos de crédito 2018
Cifras en millones de pesos

Entidad Financiera	Monto	Destino
Davivienda	7.246	Adecuación Escenarios Deportivos y/o vías
Banco de Occidente S.A.	25.134	Mejoramiento mediante la construcción de la segunda calzada de la vía Cali - Candelaria- sector Cavasa
Banco de Bogotá	29.440	Varios sectores
BBVA Colombia	20.128	Varios sectores
Banco Popular S.A.	12.306	Rehabilitación vía Simón Bolívar tramo el Pailón Aguaclara-Municipio de Buenaventura Departamento Valle del Cauca
Banco de Occidente S.A.	14.310	Mejoramiento mediante la construcción de la segunda calzada de la vía Cali - Candelaria- sector Cali - Cavasa

Fuente: Contaduría General de la Nación Formato FUT – Información reportada por la entidad en el formato SEUD

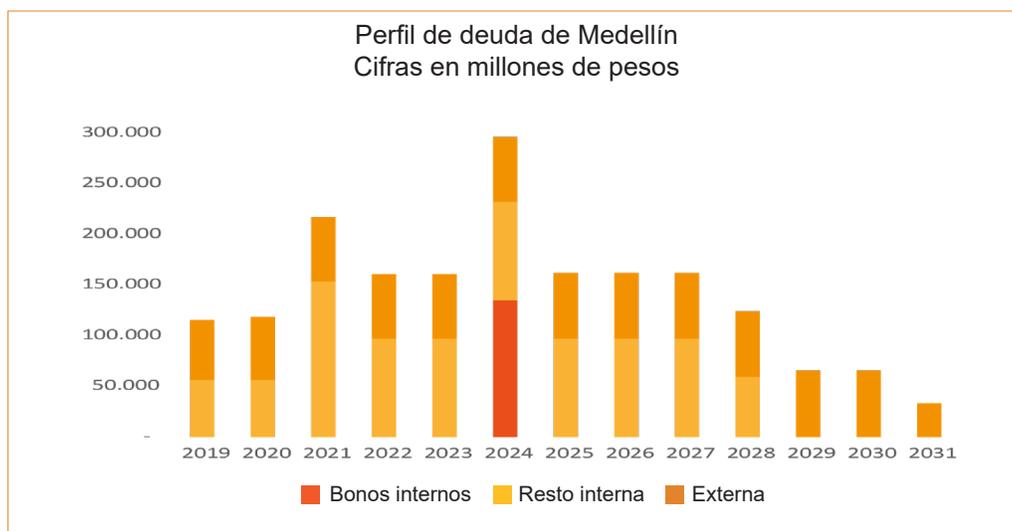
La entidad presentó un bajo pago por servicio de la deuda debido a que fue una deuda contratada desde finales de 2016, por lo cual solo se realizaron pagos de intereses y comisiones que llegaron a \$7.244,42 millones. Este monto representó el 0,7% de los ingresos tributarios y el 0,4% de los pagos de la entidad. La vida media de la deuda es de 3,43 años y el vencimiento más lejano es ubicado en 2030.

5.4.5 Medellín

Medellín fue el municipio capital con mayor endeudamiento al cierre de 2018, el cual representó el 31,9% de la deuda de las capitales y el 14,1% de los GCT. El saldo de la deuda pública llegó a \$1,84 billones, de los cuales \$1,16 billones correspondieron a deuda interna y \$677.031,25 millones a la externa. El saldo de la deuda del municipio representó el 8,8% de su activo y el 27,7% de su pasivo.

En 2018 este municipio recibió desembolsos por \$475.500 millones. En noviembre se recibió el desembolso del empréstito suscrito con Scotiabank Colpatria S.A. por \$250.000 millones a 10 años (incluidos dos de gracia), amortización a capital trimestral y pago de intereses trimestrales con una tasa del IBR+2,8% trimestre vencido. En diciembre de 2018 se recibió el desembolso del empréstito suscrito con el Banco Davivienda por \$225.500 millones, con plazo de 10 años (dos años de gracia), amortización a capital trimestral y pago de intereses trimestrales con una tasa del IBR+3% trimestre vencido. En ambos casos los recursos se utilizarán en el financiamiento de diversos programas del Plan de Desarrollo “Medellín cuenta con vos 2016–2019”.

El servicio de la deuda del municipio ascendió a \$126.052,74 millones en 2018, de los cuales \$48.977,13 millones correspondieron a deuda interna y \$77.075,62 millones a externa. El servicio de la deuda representó el 3,4% de los ingresos corrientes del municipio, el 7,4% de los ingresos tributarios y el 2,2% de los pagos. El perfil de deuda mostró una concentración de pagos en 2024 cuando vencen los bonos internos en circulación (Gráfico 5-5). El horizonte de vencimientos es más amplio para la deuda externa que para la interna y la vida media de la deuda llega a 6,13 años.

Gráfico 5-5

Fuente: Contaduría General de la Nación - Formato FUT.

5.4.6 Barranquilla

Al cierre de 2018 Barranquilla fue el tercer municipio capital más endeudado con un saldo de \$1,18 billones, que representó el 20,4% de la deuda de todos los municipios capitales y el 9,1% del saldo de la deuda de los GCT. La ciudad solo registró deuda interna equivalente al 19,1% de sus activos y al 40,7% de sus pasivos. Respecto al cierre de 2017 el saldo de la deuda se incrementó en \$424.953,88 millones.

Llama la atención sobre el caso de este municipio que dos de las entidades descentralizadas, la Agencia Distrital de Infraestructura (ADI) y la Empresa de Desarrollo Urbano de Barranquilla (Edubar), presentaron altos niveles de endeudamiento con un fuerte incremento en 2018 (sobre todo la primera). La ADI cerró 2018 con una deuda de \$849.043,63 millones y Edubar con \$136.061,68 millones.

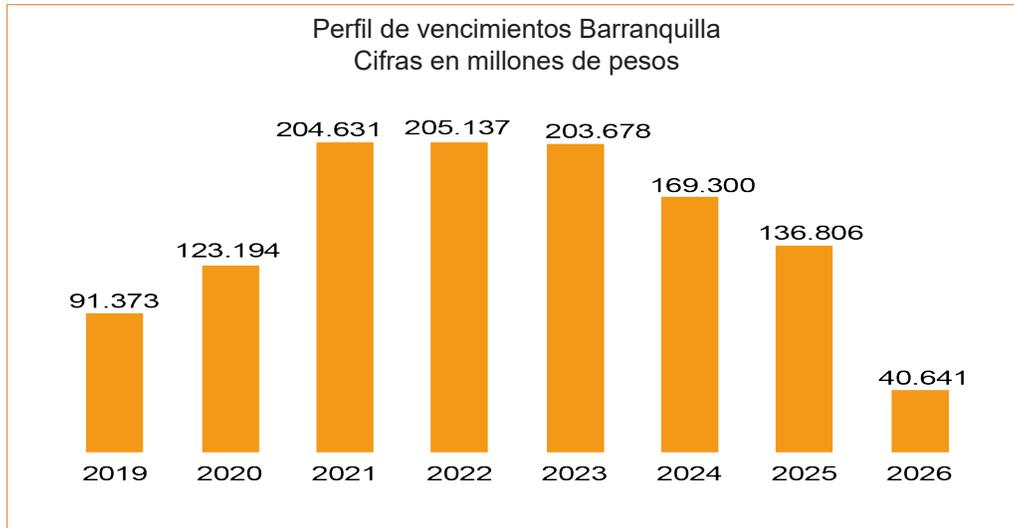
Los desembolsos recibidos por las tres entidades ascendieron a \$1,74 billones. En el caso de la ciudad de Barranquilla los créditos se destinaron a financiar las obras de los Juegos Deportivos Centroamericanos, la recuperación y mantenimiento de plazas “todos al parque” y el programa de Espacio Público para Todos, entre otros; los desembolsos recibidos por la ADI se dirigieron a programas de reconstrucción vial y canalización de arroyos; y para el caso de la Edubar los recursos recibidos financiaron los proyectos Avenida del Río y Calle 30 Platanal (Cuadro 5-9).

Cuadro 5-9Desembolsos recibidos por Barranquilla, ADI y Edubar 2018
Cifras en millones de pesos

Entidad	Prestamista	Monto
Barranquilla	Banco de Bogotá	61.800
	BBVA Colombia	47.300
	Davivienda	145.000
	Banco de Occidente S.A.	30.900
	Colpatría	80.000
	Banco GNB Sudameris	30.000
	ITAÚ Unibanco S.A.	100.000
	Total	495.000
ADI	Financiera de Desarrollo Nacional FDN	164.390
	Bancolombia	164.390
	Banco Davivienda	398.263
	Unión Temporal Arroyos Barranquilla	55.831
	Arroyos de Barranquilla S.A.S	83.928
	Consortio Obras Hidráulicas 2016	42.838
	Consortio MEC Arroyo de la Carrera 65	77.400
	Unión Temporal Arroyos 2016	110.194
	Unión Temporal Vial 2017	56.994
	Total	1.154.229
Edubar	Bancolombia	13.000
	Banco Davivienda	65.000
	Consortio ICONHO	11.809
	Total	89.809

Fuente: Contaduría General de la Nación Formato FUT – Información reportada por la entidad en el formato SEUD

El servicio de la deuda ascendió a \$144.228,08 millones, de los cuales el 48,6% correspondieron a amortizaciones y 51,4% a intereses y comisiones. El servicio de la deuda correspondió al 6,0% de los ingresos corrientes de la entidad, el 13,0% de los ingresos tributarios y el 5,5% de los pagos totales. El perfil de deuda mostró importantes concentraciones de pagos durante el periodo 2021-2023 y un vencimiento máximo en 2026 (Gráfico 5-6). La vida media del portafolio es de 4,33 años.

Gráfico 5-6

Fuente: CHIP - Formato Único Tributario.

5.4.7 Girón y Palmira

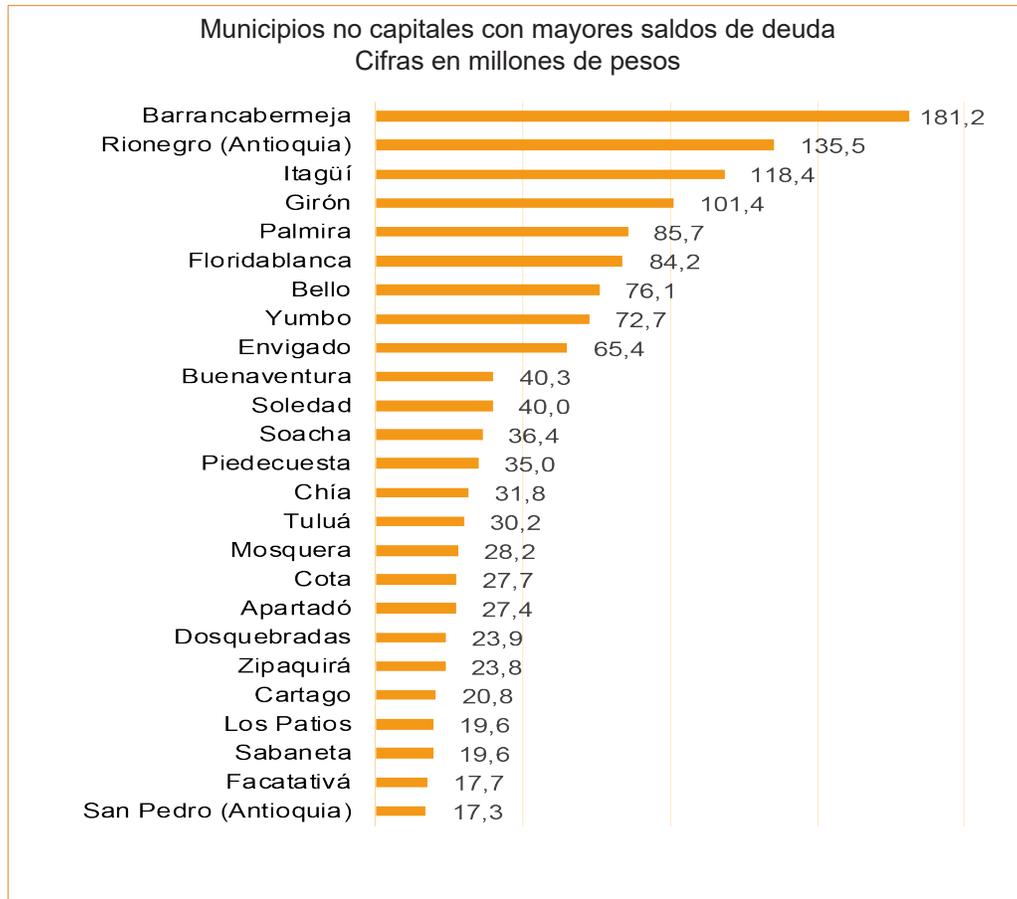
Los municipios no capitales registraron únicamente endeudamiento interno. La deuda se concentró en pocos municipios de forma que 25 de ellos mantuvieron el 47,4% del saldo endeudado. Los municipios más endeudados fueron Barrancabermeja (\$181.166,64 millones) y Rionegro (\$135.489,86 millones) (Gráfico 5-7). Sin embargo, se eligieron Girón y Palmira por ser los municipios no capitales con más altos desembolsos recibidos en la vigencia 2018.

El municipio de Girón cerró la vigencia como el cuarto municipio no capital con mayor saldo de deuda con \$101.402,58 millones, que representó el 45,6% de los activos del municipio y el 72,0% de sus pasivos. De acuerdo con lo reportado por el municipio en el formato SEUD, se adeuda al Instituto de Desarrollo de Santander (IDESAN) \$22.562,98 millones, al Banco Agrario \$20.751,48 millones y a los bancos comerciales privados \$58.088,12 millones.

En 2018 los desembolsos recibidos por Girón llegaron a \$82.035,73 millones, destinados a la construcción, mantenimiento y mejoramiento de la malla vial, equipamiento urbano y rural, construcción y adecuación de colegios y parques, entre otros. El servicio de la deuda del municipio ascendió a \$10.782,89 millones, de los cuales \$7.214,85

millones fueron amortizaciones y \$3.568,04 millones pago de intereses. El servicio de la deuda representó el 5,3% de los ingresos corrientes del municipio, el 14,5% de sus ingresos tributarios y el 4,2% de los pagos totales.

Gráfico 5-7



Fuente: Contraloría General de la República

Por su parte, Palmira fue el quinto municipio no capital con mayor endeudamiento, con un monto de deuda que llegó a \$85.654,41 millones, equivalente al 4,3% de sus activos y el 17,9% de sus pasivos. El municipio adeuda \$5.936,73 millones al Instituto Financiero para el Desarrollo del Valle del Cauca (Infivalle), \$644,99 millones a Leasing Bancolombia y el resto a bancos comerciales privados.

En 2018 Palmira obtuvo nuevos desembolsos de crédito por \$42.110,08 millones, destinados a la financiación de la adquisición cámaras, vehículos para los CAI y elementos para el Proyecto Integral de Seguridad; además de pavimentos de vías del plan vial, pavimentos nuevos tanto urbanos como rurales y ampliación del estadio, entre otros. El servicio de la deuda llegó a \$26.149,06 millones, que representó el 5,9% de los ingresos corrientes, el 15,8% de los ingresos tributarios y el 6,3% de los pagos.

Capítulo VI

Sostenibilidad de la deuda del GNC

La sostenibilidad de la deuda se define como la capacidad que tiene un país para cumplir con el servicio de la deuda en el largo plazo. La deuda es sostenible si un país puede generar el suficiente superávit primario para cubrir los intereses y la deuda en el largo plazo⁵¹. Sin embargo, más allá de tener unas metas fiscales, la sostenibilidad implica también una política fiscal que promueva el crecimiento económico y logre el pleno empleo y el bienestar general.

El indicador utilizado para medir la sostenibilidad es el saldo de deuda expresado como porcentaje del PIB. Esta condición se logra o se cumple cuando dicho indicador presenta un comportamiento estable o decreciente en el tiempo.

La evolución del indicador (deuda/PIB) depende de: *i*) la diferencia entre la tasa de interés real de la deuda y la tasa de crecimiento económico; *ii*) el balance primario⁵²; *iii*) la tasa de cambio; *iv*) los pasivos asumidos con las garantías⁵³; *v*) las operaciones de manejo de deuda como los prefinanciamientos y los prepagos o redenciones de deuda. Por tanto, el indicador deuda a PIB crece cuando la tasa real de la deuda (interna y externa) supera la tasa de crecimiento de la economía, o cuando el Gobierno genera déficit primario, o bien, cuando la tasa de cambio se devalúa (Ver detalle en el Informe de Deuda 2016). Un prefinanciamiento eleva la deuda y una redención anticipada (prepagó) la reduce.

51 La deuda es sostenible si el valor presente de los balances primarios futuros (ingresos menos gastos sin el pago de intereses) es igual al monto de la deuda actual.

52 Ingresos menos gastos sin incluir intereses.

53 La ecuación estándar que muestra la dinámica de la deuda a PIB es:

$$\Delta b = \frac{(r - g)}{1 + g} b_{t-1} + dp_t + Z_t$$

Donde Δb son los cambios en la deuda a PIB ($b_t - b_{t-1}$), g es la tasa de crecimiento económico, r es la tasa de interés real ponderada (interna y externa), dp_t es el déficit primario y Z_t otros flujos que afectan la deuda.

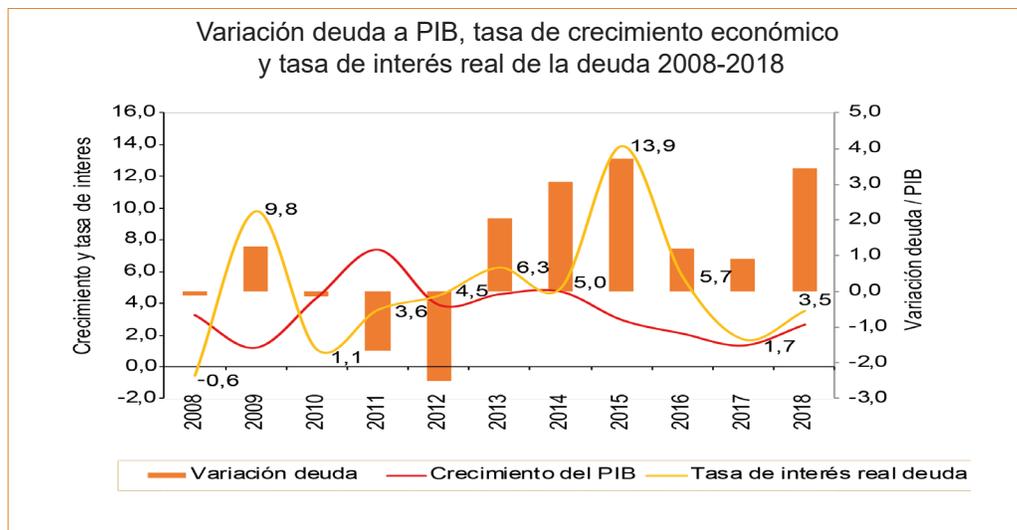
Con tales instrumentos se evalúan las condiciones macroeconómicas que afectaron la deuda del Gobierno Nacional en 2018 y se efectúa un ejercicio prospectivo para los años siguientes de las sendas de deuda, contrastándolas con el escenario base del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2018 (MFMP18) y la actualización en marzo de 2019 del déficit y la deuda del Gobierno Nacional por parte del Comité Consultivo de la Regla Fiscal (Comité). Estos resultados y análisis se discuten en las secciones siguientes de este capítulo.

6.1 Sostenibilidad en el corto plazo

La deuda bruta respecto del PIB del Gobierno Nacional en 2018 se elevó con respecto a 2017 en 3,4 puntos porcentuales del PIB. Los principales factores que contribuyeron al aumento de la deuda fueron la devaluación, la tasa de interés externa e interna y el débil crecimiento económico.

De especial importancia para la evolución de la deuda reviste la dinámica de la tasa de interés real de la deuda y el crecimiento económico. En aquellos años donde la tasa de interés real de la deuda fue superior al crecimiento económico, la deuda a PIB se elevó, mientras en los años en que el crecimiento superó la tasa de interés, la deuda disminuyó (Gráfica 6-1).

Gráfico 6-1



Fuente: MFMP 2018, cálculos Contraloría General de la República

El reto para los próximos años, en un contexto de tasas de interés al alza, es elevar el crecimiento económico de largo plazo, lo que permitirá reducir la deuda respecto del PIB del Gobierno Nacional. Dada la restricción en el gasto público en el marco de la regla fiscal, se requerirán reformas tributarias para aumentarlo y cubrir las necesidades básicas y el bienestar de la población. Sin embargo, el gasto público requiere una reorientación que contribuya, junto con el sector privado, a elevar la capacidad productiva, diversificar la producción y aumentar la productividad y la competitividad de la economía. Esto permitirá un crecimiento más alto y sostenido, que podrá compensar mayores tasas de interés o fuertes devaluaciones, contribuyendo a la sostenibilidad de la deuda.

Para 2019 el Comité revisó las metas del Marco Fiscal de 2018 argumentando un impacto de la migración venezolana y un menor déficit con respecto al MFMP18 (2,2% del PIB vs 2,4% del PIB)⁵⁴; de tal forma, amplió el déficit al 2,7% del PIB, lo cual implicó un superávit primario del 0,1% del PIB, menor al que esperaba el MFMP18 (Cuadro 6-1).

Si el crecimiento económico y la tasa de interés real esperados se cumplen, el nivel de la deuda respecto del PIB en 2019 prácticamente sería el mismo de 2018 (48,0% del PIB). Sin embargo, si el crecimiento fuera menor al esperado (3,4%), implicaría por la regla fiscal, un menor superávit y un aumento de la deuda respecto del PIB. Un escenario más adverso sería un aumento de la tasa de interés real de la deuda y una caída del PIB. En el escenario 3 y 4 se presentan a manera de ejemplo dos eventos posibles (Cuadro 6-1). Si el crecimiento fuera del 2,5%, manteniendo la tasa de interés real⁵⁵, ya no habría superávit primario y la deuda crecería 0,5 p.p. del PIB con relación a la de 2018, es decir, sería en 2019 del 48,5% del PIB.

54 El menor déficit fiscal para el 2019 se debe a una reducción de la brecha del producto (diferencia entre el crecimiento del PIB potencial y el crecimiento del PIB observado) y a un repunte de los precios observados del petróleo frente a los precios de largo plazo. Estos factores reducen el déficit cíclico que se adiciona al déficit estructural.

55 No se supone aquí choques de tasa de cambio.

Cuadro 6-1Sostenibilidad en el corto plazo – deuda del GNC
Porcentaje del PIB y tasas de crecimiento

Año	Deuda bruta	Deuda neta*	Tasa interés real	Crec.	Def. prim.	Con deuda bruta		Con deuda neta		
						Sup. req. (1)	Brecha (2)	Sup. req. (3)	Brecha (4)	
2014	38,8	35,6	5,0	4,7	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	
2015	42,5	39,7	13,9	3,0	-0,5	4,1	4,6	3,8	4,2	
2016	43,7	41,2	5,7	2,1	-1,1	1,5	2,6	1,4	2,5	
2017	44,6	42,1	1,7	1,4	-0,8	0,2	0,9	0,1	0,9	
2018	48,0	45,4	3,5	2,7	-0,3	0,4	0,7	0,4	0,6	
Escenario corto plazo 2019										
Escenario MFMP18	48,0	45,4	3,5	3,4	0,5	0,1	-0,4	0,1	-0,4	
Comité consultivo (actualización)	48,0	45,4	3,5	3,4	0,1	0,1	-0,0	0,1	-0,0	
Escenario 3	48,0	45,4	3,5	2,5	-	0,5	0,5	0,5	0,5	
Escenario 4	48,0	45,4	5,0	2,0	-0,1	1,4	1,5	1,3	1,4	

(1) Sup Prim requerido = $(r - \theta)/(1 + \theta) * dt - 1$ Donde dt-1 es deuda bruta, r tasa de interés real de la deuda y θ es crecimiento económico

(2) Brecha = Superávit primario requerido - déficit primario observado

(3) y (4) Los mismos cálculos anteriores, pero con deuda neta

*Deuda neta: deuda bruta - activos financieros

Fuente: CGR, Marco Fiscal de Mediano Plazo 2018, Acta Comité Regla Fiscal 2019.

Si la tasa de interés aumentara al 5,0% (promedio de los últimos años) y el crecimiento fuera aún menor (por ejemplo 2,0%), la regla fiscal permitiría un déficit cercano al 0,1% del PIB. La deuda en este escenario sería mayor en 1,5 p.p. del PIB al nivel de 2018 (49,5% del PIB).

6.2 Sostenibilidad en el largo plazo

Un aspecto importante en la proyección de la deuda a PIB en el largo plazo es que parte en 2018 de un nivel superior al proyectado por el MFMP18 (49,8% del PIB vs 44,9%)⁵⁶. Con la ampliación del déficit por parte del Comité Consultivo de la Regla Fiscal, entre el 2019 y el 2023⁵⁷ la deuda bruta inició con un nivel del 49,8% del PIB en 2018 y cierra en el 2029 con un 35,5%, que es 1,3 p.p. mayor al valor proyectado del MFMP18 (Gráfica 6-1).

⁵⁶ Se adopta aquí la definición de deuda bruta del Ministerio de Hacienda, que incluye la deuda financiera (títulos y préstamos), los pagarés y las cuentas por pagar al sistema CUN. Cabe aclarar que el cálculo de la CGR incluye la deuda financiera, los bonos pensionales y los bonos de las universidades. La diferencia en 2018 con Ministerio de Hacienda es del orden del 1,8% del PIB, con menor monto por parte de la CGR.

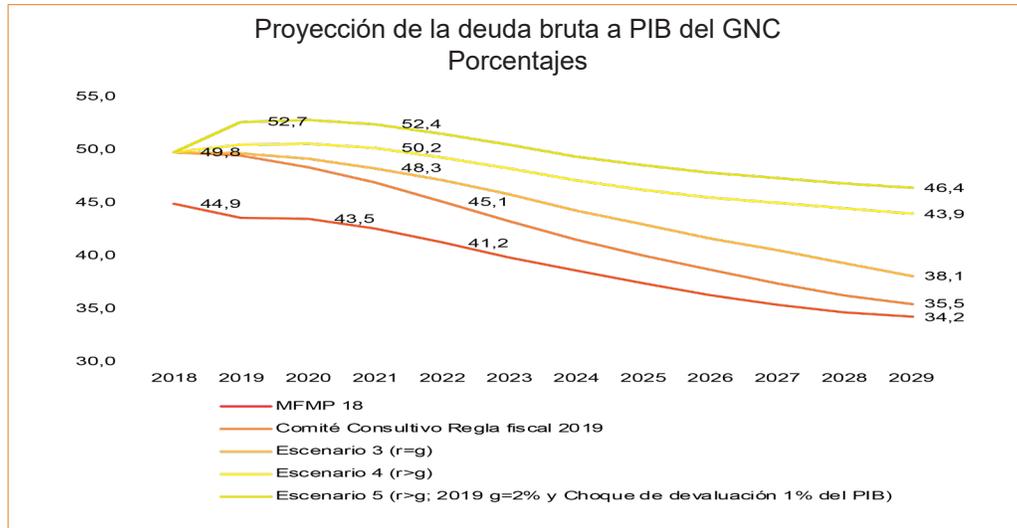
Un aspecto que llama la atención de la proyección del Comité Consultivo es que parece contemplar una senda de crecimiento económico que supera los intereses de la deuda. Esto se corrobora con el escenario 3, en el que se supone que durante el periodo 2019-2029 la tasa de interés de la deuda (r) es igual a las tasas de crecimiento (g) en cada año (Gráfico 6-2). La deuda a PIB en 2029 sería del orden del 38,1%, esto es 2,6 p.p. al nivel estimado por el Comité (35,5%).

Por tanto, suponer que el crecimiento económico en los próximos diez años supera la tasa de interés de la deuda luce optimista en la medida que supone que las condiciones de liquidez internas y externas que determinan las tasas de interés serán favorables para inducirlos a estar en niveles bajos en todo el periodo. Se consideran niveles relativamente bajos porque deberán ser inferiores al crecimiento de largo plazo (potencial) que en promedio será del 3,6%. Cabe recordar que el promedio de tasas de interés de la deuda en los últimos 10 años ha sido alrededor del 5,0%.

Si se supone un escenario 4 con una tasa de interés del 5,0%, que supera los crecimientos económicos anuales para el periodo 2019-2029 del MFMP18, con los balances primarios del Comité Consultivo y el MFMP18, la trayectoria de la deuda bruta ascendería en el 2029 al 43,9% del PIB (Gráfico 6-1). Esto equivaldría a 8,4 p.p. más de lo estimado por el Comité Consultivo.

El escenario podría ser más adverso si se simula un crecimiento económico menor al esperado en 2019 (2,0% vs 3,4%), acompañado por un choque de tasa de cambio sobre la deuda de la misma magnitud del 2018 (1,3% del PIB). Cabe anotar que, si el crecimiento económico es menor, la brecha con el crecimiento potencial se eleva, lo que permite en el marco de la regla fiscal un mayor déficit fiscal. En este escenario se toleraría un déficit primario del orden del 0,1% del PIB. La deuda se situaría en 2029 en el 46,4% respecto del PIB, 11 p.p. por encima de lo proyectado por el Comité Consultivo (Gráfico 6-2).

57 El Comité estableció un aumento del déficit fiscal para el periodo 2019-2023 en 0,5%, 0,4%, 0,3%, 0,2% y 0,1% del PIB.

Gráfico 6-2

Fuente: MFMP 2018, cálculos Contraloría General de la República

En conclusión, si se cumplen las proyecciones del Comité Consultivo en materia de crecimiento económico (observado y potencial), tasa de interés de la deuda, tasa de cambio y déficit fiscal, se garantizaría la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional, en la medida en que la deuda se reduciría del 49,8% en 2018 al 35,5% del PIB en 2029.

Un aspecto que preocupa de estas proyecciones de la deuda es precisamente el crecimiento económico. Primero porque si el crecimiento esperado no se logra, se tendrán más déficits fiscales que deberán ser financiados con deuda. La sostenibilidad no se garantizaría.

Cabe aclarar que el déficit del Gobierno se eleva con un menor crecimiento, porque así lo permite la regla fiscal, cuando existe una brecha negativa entre el crecimiento de la economía y su máximo nivel de producción (potencial). La brecha actualmente es negativa y según el Comité Consultivo solo hasta el 2025 los dos niveles de producción se igualarán. Esto debido a un mayor crecimiento económico y un menor crecimiento del PIB potencial.

En este contexto exigir un mayor ajuste al déficit para reducir la deuda en el tiempo es complicado y con resultados inciertos sobre la economía. Al respecto cabe señalar que el MFMP18 y el Comité Consultivo en su última actualización prevén superávits primarios a partir de

2019 con 0,1% del PIB, con aumentos en los años siguientes hasta alcanzar el 1,2% del PIB en 2022, manteniéndose de ahí en adelante en torno al 1,3% del PIB. Esto implica un ajuste en la senda de gasto primario (excluidos los pagos de intereses) para adecuarse a los ingresos tributarios, que mantendría restringida la demanda agregada, lo cual debería ser compensado por el sector privado, resultado que no se puede garantizar.

Más austeridad implicaría reducir aún más el gasto lo que podría tener implicaciones negativas para el crecimiento ya que tendría que reducirse aún más la inversión pública. Ello dificultaría cerrar la brecha entre el PIB observado y el potencial que existe actualmente, lo que aumentaría el déficit fiscal y la deuda, que es lo contrario a lo que se busca.

En el frente tributario existe espacio para elevar el recaudo a través de una verdadera reforma tributaria estructural que revise temas como: impuestos a la tierra; patrimonio a las personas y el desmonte de figuras tributarias como las exenciones, zonas francas, contratos de estabilidad jurídica, que no han impactado el crecimiento y empleo, pero que han contribuido a minar el recaudo y comprometer la sostenibilidad fiscal.

Más allá de los ajustes en el ingreso y el gasto público, debe reflexionarse como la política fiscal está contribuyendo al crecimiento económico de largo plazo. Se requiere mayor inversión en infraestructura, ciencia y tecnología, educación, capital humano y una verdadera política de transformación productiva que incremente la productividad, la competitividad y diversifique la capacidad productiva.

Por otro lado, si se logra el crecimiento esperado por el Gobierno para el periodo 2019-2029 (3,8% promedio anual), pero la tasa de interés real de la deuda llega a elevarse y alcanza un nivel similar al crecimiento económico, o tiende a los niveles históricos (5,0%), la deuda a PIB se elevará, por lo que tampoco se garantizaría la sostenibilidad. El Comité Consultivo pareciese suponer que el crecimiento para los próximos diez años será superior a las tasas de interés, lo que no ha sucedido en los últimos años.

Finalmente, la economía no está exenta de choques de tasa de cambio, como ocurrió en 2018 o en 2015 y 2016, que afectan los saldos de la deuda externa y por esta vía la sostenibilidad de la deuda. Esto podría manejarse con una reducción del peso de la deuda externa en la deuda del Gobierno.

Conclusiones

- Al cierre de 2018, la deuda del sector público colombiano (SPC) ascendió a \$576,90 billones, que representó el 59,0% del PIB. Este indicador se incrementó en 2,9 puntos porcentuales frente al año anterior, alcanzando un porcentaje similar al registrado a principios de siglo y acercándose al límite de referencia fijado en el Tratado de *Maastricht* del 60%.
- La deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) llegó a \$468,86 billones (47,9% del PIB) al cierre del 2018 y se constituyó en el registro histórico más alto del endeudamiento del GNC.
- La deuda total del GNC aumentó en \$59,35 billones (14,5%) frente al cierre de 2017, debido al incremento de TES B, bonos externos y créditos con agencias multilaterales.
- Del portafolio de deuda, \$304,73 billones correspondieron a endeudamiento interno (65,0%) y \$164,12 billones a deuda externa (35,0%).
- Aun cuando el Gobierno procuró reducir el riesgo cambiario, es claro que este afectó duramente las finanzas del Gobierno en 2018. El efecto cambiario fue la principal causa de la variación de la deuda externa al registrar un monto de \$11,75 billones para el total del endeudamiento del Gobierno y de \$16,77 billones para el sector público.
- La llegada de fondos de inversión internacionales al mercado local de TES B fue uno de los elementos importantes en el financiamiento del Gobierno Nacional en los últimos años. La participación de los fondos de capital extranjero en las tenencias totales de TES B pasó del 1,0% al inicio de 2010 hasta el 26,4% al finalizar 2018 (\$77,36 billones).
- Los TES B en manos de fondos extranjeros mostró como el gobierno logró transferir parte del riesgo cambiario a estos inversionistas, pero también aumentó la exposición de las finanzas del gobierno a las condiciones financieras internacionales en la medida que los fondos extranjeros se conviertan en mecanismos de transmisión de estas condiciones.
- Los pagos por el servicio de la deuda del SPC disminuyeron en \$1,39 billones respecto a 2017. Por la externa se pagaron \$29,49 billones durante 2018 (3,0% del PIB); por amortizaciones \$19,23 billones, de las cuales \$1,40 billones corresponden a prepagos de deuda; e intere-

ses por \$10,25 billones; por la interna se ejecutaron \$57,60 billones (5,9% del PIB); se realizaron pagos por \$36,06 billones por amortizaciones y \$21,54 billones por intereses y comisiones.

- Para el GNC el servicio de la deuda llegó a \$60,79 billones con una disminución de \$180.629,0 millones frente a 2017. Los ingresos tributarios alcanzaron los \$131,78 billones (ejecución presupuestal recaudo efectivo neto), con lo que el indicador servicio/tributarios alcanzó el 46,1%.
- Las empresas públicas han merecido especial atención en los últimos informes, toda vez que registraron los mayores montos del endeudamiento público después del Gobierno Nacional. Ecopetrol, sin contar el resto del grupo empresarial, fue la entidad pública con mayor endeudamiento después del GNC, al alcanzar los \$32,93 billones.
- De las empresas territoriales cabe destacar las Empresas Públicas de Medellín (EPM), las cuales cerraron 2018 con una deuda de \$13,4 billones. La crisis del proyecto hidroeléctrico de Hidroituango se tradujo en problemas financieros que se manifestaron en mayores costos por retrasos en el cronograma.
- La deuda de los gobiernos centrales territoriales ascendió a \$12,91 billones (1,3% del PIB) al cierre del 2018. La deuda de los departamentos llegó a \$4,38 billones (33,9% del total), capitales a \$5,77 billones (44,7% del total) y municipios \$2,77 billones (21,4% del total). Respecto a 2017 se presentó un incremento de \$1,86 billones (16,9%), que fue consistente con el ciclo electoral de los gobiernos subnacionales, que lleva a los gobernantes locales a endeudarse en la segunda mitad de su periodo de gobierno.

Referencias bibliográficas

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2018). Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional. ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE LA DEUDA DE MEDIANO PLAZO DE LA NACIÓN 2018-2022. Bogotá.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (2013). Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional. Subdirección de Riesgo. ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE DEUDA DE MEDIANO PLAZO DE LA NACIÓN 2013. Bogotá.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2018). Perspectivas de la Economía Mundial, Washington, octubre.

CEPAL (2019). Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2018. Santiago de Chile, enero.

FERNANDEZ, G. (2008): "Estrategias de Gestión de Deuda Pública". Dirección General de Estudios del Banco Central del Ecuador.

ARANGO, Luis Eduardo, MELO, Luis Fernando y VASQUEZ, Diego (2002). Estimación de la estructura a plazo de las tasas de interés en Colombia. Banco de la República: Borradores de economía 196, enero.

SINGH, Raju y PLEKHANOV, Alexander (2005). How Should Subnational Government Borrowing Be Regulated? Some Cross-Country Empirical Evidence. IMF Working Paper WP/05/54, marzo.

JIMENEZ, Juan Pablo y RUELAS, Ignacio (2016). El endeudamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: Evolución, Institucionalidad y desafíos. CEPAL: Serie Macroeconomía del Desarrollo 186.

NARANJO, Carlos Eduardo y CELY, Diego Mauricio. (2011). Excepciones al principio de anualidad en la contratación estatal. Revista De Derecho Fiscal, (4). Recuperado de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/fiscal/article/view/2729>

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN (2008). Técnicas para el análisis de la gestión financiera de las Entidades Territoriales. Bogotá: Imprenta Nacional de Colombia.

