



CONTRALORÍA
GENERAL DE LA REPÚBLICA
C O L O M B I A

Deuda Pública Colombiana 2015

*Crecimiento de la deuda: reflejo
de la situación fiscal*

CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA

Edgardo José Maya Villazón
Contralor General de la República

Gloria Amparo Alonso Másmela
Vicecontralora General de la República

Gloria Patricia Rincón Mazo
Contralora Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Julián Eduardo Polanía Polanía
Contralor Infraestructura Física y Telecomunicaciones, Comercio Exterior y Desarrollo Regional

Andrés Bernal Morales
Contralor Delegado para el sector Agropecuario

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

Martha Victoria Osorio Bonilla
Contralora Delegada para Gestión Pública e Instituciones Financieras

José Antonio Soto Murgas
Contralor Delegado para el sector Social

Ivonne Del Pilar Jiménez García
Contralora Delegada para el Sector Defensa, Justicia y Seguridad

Carolina Montes Cortés
Contralora Delegada para el Medio Ambiente

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

Floralba Padrón Pardo
Contralora Delegada para Participación Ciudadana

Lisbeth Triana Casas
Directora Oficina de Planeación

Claudia Patricia Díaz Baquero
Directora de Oficina de Sistemas e Informática

Yanira Villamil Suzunaga
Directora Oficina de Control Interno

Jesualdo Villero Pallares
Director Oficina de Control Disciplinario

Martha Juliana Martínez Bermeo
Directora Oficina Jurídica

Tania Violeta Vargas Luna
Directora Oficina de Capacitación, Producción de Tecnología y Relaciones Internacionales

Rossana Payares Altamiranda
Directora Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Sara Moreno Nova
Gerente del Talento Humano

Alfredo Vargas Abad
Gerente Administrativo y Financiero

Álvaro Ruiz Castro
Unidad de Apoyo Técnico al Congreso

Claudia Cristina Serrano Evers
Unidad de Investigaciones Especiales contra la Corrupción

Jaime Andrés Gnecco Daza
Unidad de Cooperación Nacional e Internacional de Prevención, Investigación



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

Edgardo José Maya Villazón
Contralor General de la República

Gloria Amparo Alonso Másmela
Vicecontralora General de la República

Dirección y coordinación del informe:

Gloria Patricia Rincón Mazo
Contralora Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Alejandro José Ovalle Gont
Director de Estudios Macroeconómicos

Eduardo Enrique Rodríguez Ruíz
Director de Cuentas y Estadísticas Fiscales (e)

Asesoría especial:

Antonio Hernández Gamarra

Elaboraron el presente informe:

Eduardo Enrique Rodríguez Ruíz
Miguel Alfonso Montoya Olarte
Jhon Jairo Vergel Bayona
Luz Dary Cruz Piñeros

Estadísticas deuda pública:

Gloria Patricia Orozco Forero
Luz Dary Cruz Piñeros
Marcel David Malagón Gómez.

Oficina de Comunicaciones y Publicaciones

Rossana Payares Altamiranda

Edición y diagramación:

Edgar Giovanni Zuleta Parra

ISSN 1794-5356

Contraloría General de la República

Carrera 9 No 12C -10
PBX: (57) 1 - 647 7000
Bogotá D.C., Colombia
Julio de 2016
www.contraloria.gov.co

Contenido

Presentación.....	7
introducción.....	11
Capítulo 1	
Situación de los mercados internacionales.....	13
1.1 Entorno regional latinoamericano.....	14
1.1.1 Precios del petróleo y devaluación.....	15
1.1.2 Deuda pública en la región.....	17
1.2 Colombia frente a América Latina.....	19
Capítulo 2	
La deuda del sector público colombiano.....	21
2.1 Generalidades de la deuda del sector público.....	21
2.1.1 Estructura de la deuda del sector público.....	21
2.1.2 Deuda del sector público respecto al PIB.....	23
2.1.3 Deuda del sector público: interna y externa.....	25
2.1.4 Acreedores del sector público.....	27
2.1.5 Principales causas del crecimiento de la deuda del sector público.....	29
2.2 Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC).....	31
2.2.1 Evolución de la deuda del GNC.....	31
2.2.2 Composición de la deuda del GNC.....	32
2.2.3 Contratación de la deuda del GNC.....	36
2.2.4 Tenedores de TES.....	38
Capítulo 3	
Deuda de las entidades descentralizadas nacionales y territoriales.....	43
3.1 Generalidades de la deuda de las empresas nacionales y territoriales.....	43
3.2 Deuda de las empresas nacionales.....	45
3.2.1 Ecopetrol S.A.....	47
3.2.2 Reficar S.A.	52
3.2.3 Empresas del Sector Eléctrico.....	56
3.2.4 Indicadores financieros de las empresas nacionales.....	58
3.2.5 Empresas del Sector financiero.....	60
3.2.6 Empresas descentralizadas infraestructura y transporte.....	60

3.3 Empresas descentralizadas del nivel territorial.....	61
3.3.1 Empresas telecomunicaciones.....	64
3.3.2 Indicadores de las empresas territoriales.....	64
Capítulo 4	
Deuda de los gobiernos territoriales.....	67
4.1 Resultados de deuda en las Entidades Territoriales.....	67
4.2 Estructura en la deuda de las regiones.....	68
4.3 Indicadores de deuda territorial.....	70
4.4 Factores que afectaron la deuda de las Entidades Territoriales.....	72
Capítulo 5	
Perfil y servicio de la deuda del GNC.....	75
5.1 Servicio de la deuda del GNC.....	75
5.2 Perfil de la deuda del GNC.....	79
Capítulo 6	
Sostenibilidad de la deuda.....	83
6.1 Sostenibilidad en el corto plazo.....	86
6.2 Sostenibilidad en el largo plazo.....	88
6.3 Regla Fiscal y deuda.....	90
Bibliografía.....	93

Presentación

En cumplimiento del mandato constitucional del artículo 268 superior y los artículos 39, 41, 43 y 44 de la Ley 42 de 1993, la Contraloría General de la República (CGR) presenta al Honorable Congreso de la República los resultados del endeudamiento público de la Nación, de las empresas y de las entidades territoriales, incluyendo los saldos de deuda al cierre de la vigencia 2015, las contrataciones de deuda durante el año y el análisis de la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC).

Para hacer el análisis, es de tomar en cuenta que en Colombia existen diferentes tipos de registro de la deuda, donde por un lado están los que lleva el Banco de la República sobre la deuda externa del país, cuya cobertura son los flujos de préstamos en el exterior que pueden ser del sector público y del sector privado. El Ministerio de Hacienda, por otro lado, a través de la Dirección Crédito Público y Tesoro Nacional, lleva el registro de la deuda del GNC, que puede tener deuda externa e interna de las entidades del orden nacional, dejando por fuera los niveles de deuda de las entidades territoriales y las empresas. Por su parte, la CGR registra la deuda pública de todas las entidades del Estado del nivel nacional, del territorial, de las empresas y las entidades financieras, sea externa o interna, es decir que la deuda que se rinde en este informe es la deuda pública colombiana.

El entorno macroeconómico internacional de 2015 estuvo caracterizado por la caída en los precios de las materias primas, primordialmente del petróleo; un menor ritmo de crecimiento económico de los países; y la expectativa por el alza en las tasas de interés, especialmente por los cambios que hiciera la Reserva Federal Norteamericana (FED, por sus siglas en inglés). Este ambiente en algunas economías, como las exportadoras de petróleo, presionó la devaluación de las monedas, el alza en las tasas de interés de referencia locales y generó efectos adversos sobre los ingresos con el subsecuente crecimiento de la deuda pública.

La economía colombiana no fue ajena a los cambios macroeconómicos externos. Recibió directamente el impacto en la baja de las cotizaciones del petróleo, presentó un menor crecimiento económico respecto al año anterior, fenómenos como El Niño presionaron el alza de la inflación y el Banco de la República aumentó escalonadamente la tasa de interés durante el último semestre del año. En definitiva, el crecimiento económico del país fue del

3,0%, alcanzando el tercer nivel más alto de América Latina, después de Bolivia y Perú, y superior al registrado por Brasil y Venezuela. La devaluación llegó al 31,6%, asociada a la caída de los precios del petróleo y el déficit de cuenta corriente; y la inflación fue de 6,77%, dificultando el cumplimiento de la meta establecida por el Banco de la República, cuyo rango fue entre 2% y 4%.

En ese contexto se presentó en el país una caída en las rentas petroleras recibidas por el erario, con un gasto público inflexible a la baja y un encarecimiento del servicio de la deuda externa impactado por la devaluación. Lo anterior, sumado a otros factores, aumentó el déficit fiscal, que determinó una mayor deuda del sector público con una concentración del endeudamiento en el GNC.

Así, el total de la deuda del sector público alcanzó \$453,27 billones en 2015, de los cuales \$341,9 billones corresponden al Gobierno Nacional, \$71,4 billones a las empresas nacionales también conocidas como entidades descentralizadas del orden nacional, \$28,9 billones de las empresas territoriales y \$11,0 billones de las entidades territoriales (departamentos y municipios)

Este nivel de deuda muestra varios aspectos que merecen destacarse, como el aumento de la deuda no solo en términos absolutos, sino también como porcentaje del PIB; cambios en la composición de la deuda interna y externa, donde ésta última ganó terreno para el 2015; la necesidad de recursos de las empresas para hacer inversiones que fueron financiadas con créditos; y mayores gastos de las entidades territoriales que elevaron los déficit y, por ende, los niveles de endeudamiento.,

En términos del Producto Interno Bruto (PIB), el saldo de la deuda pública fue de 56,5% en 2015, alcanzando el segundo nivel más alto de los últimos 25 años, después de 2002 cuando se situó en 60,1% del PIB. La composición de la deuda pública del GNC que presentó en promedio, para los últimos cinco años, una participación de la deuda interna del 72% y de la externa el 28%, mostró, para el 2015, una disminución en la participación de la primera que se ubicó en 62%.

Lo anterior pone de manifiesto nuevos hechos para administrar la deuda pública. Por una parte, la sostenibilidad de la deuda frente a la capacidad del aparato productivo para generar los tributos que permita honrarla en

el mediano y largo plazo. De otro lado, para los países en desarrollo se ha estimado que el nivel de deuda PIB debe estar cercano al 60%, aunque países desarrollados, como por ejemplo EE.UU., Japón e Italia, han alcanzado niveles de deuda que superan el 100% del PIB. Otro aspecto que se debe considerar es que una mayor participación de la deuda externa hace que los cambios macroeconómicos internacionales tengan más probabilidad de generar efectos negativos en las finanzas públicas.

En cuanto a las empresas se encuentra que los mayores saldos de deuda correspondieron a Ecopetrol S.A. y la Refinería de Cartagena (Reficar), cuyo endeudamiento creció más de \$23 billones en 2015, debido a las inversiones en nuevos proyectos y al efecto de la devaluación en los saldos de la deuda externa, especialmente, en el marco de la caída de los precios del petróleo que afectaron los ingresos de la petrolera estatal, Ecopetrol.

En materia de la deuda de las regiones, en 2015 las administraciones regionales y locales se enfrentaban al cambio de dirigentes por la elección de gobernadores y alcaldes, quienes aceleraron la ejecución de inversiones durante el último año de gobierno, con dos acepciones importantes: entregar resultados de ejecución presupuestal y, en algunos casos, dejar comprometidos los presupuestos futuros. Lo anterior generó un mayor déficit fiscal en el último año de las administraciones y, en consecuencia, un mayor endeudamiento público que alcanzó los \$11 billones en 2015. Las entidades territoriales con mayor endeudamiento fueron, en su orden, Antioquia (\$1,44 billones), Bogotá (\$1,36 billones), Medellín (\$1,19 billones), Cundinamarca (\$0,58 billones) y Barranquilla (\$0,5 billones); mientras que el mayor incremento de deuda territorial se presentó en el departamento de Antioquia (\$0,41 billones), seguido por Medellín (\$0,17 billones).

El escenario macro y los niveles de la deuda pública en 2015 llevaron a que la agencia calificadora de riesgos *Standard and Poor's* revisara en febrero de 2016 la perspectiva de calificación crediticia de Colombia de estable a negativa, teniendo en cuenta el balance externo del país y el riesgo de un mayor déficit fiscal. Lo anterior implica que, de no tomarse las medidas necesarias para reducir los gastos e incrementar los ingresos públicos, se pone en riesgo el grado de inversión de la deuda externa colombiana, lo que incrementaría su costo de financiación.

La deuda debe mantenerse en niveles sostenibles, entendidos como aquellos que permiten honrarla en el largo plazo con los recursos tributarios que se

generan en la economía. Para lograrlo, debe hacerse seguimiento a la relación deuda PIB con el fin que no se eleve a niveles fuera de su sostenibilidad, lo cual requeriría recuperar la senda de crecimiento económico; reducir el déficit fiscal; recortar y priorizar el gasto primario; y elevar los ingresos tributarios. Sin embargo, una política de ajuste mal diseñada podría desacelerar aún más el crecimiento económico, causando más déficit y deuda.

Es por ello que la Contraloría General de la República enfatiza en la necesidad de mejorar la calidad y eficiencia del gasto público y ajustar el sistema tributario, de tal forma que provea recursos estructurales como alternativa al endeudamiento público en las finanzas nacionales.

Introducción

En cumplimiento del mandato del artículo 268 de la constitución y los artículos 39, 41, 43 y 44 de la Ley 42 de 1993, la Contraloría General de la República (CGR) presenta al Honorable Congreso de la República los resultados del endeudamiento público de la Nación y de las entidades descentralizadas, en el marco de la situación económica internacional y local, y una evaluación de la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional.

La desaceleración de la economía mundial y la caída en los precios de las materias primas, en especial de los precios del petróleo, fueron algunas de las condiciones económicas que caracterizaron 2015 y que generaron en las economías emergentes — incluida la colombiana — efectos en las variables macroeconómicas y en las finanzas públicas. La mayoría de estos países presentaron dificultades debido a la disminución de los ingresos fiscales y los balances deficitarios en la tesorería, ocasionando incremento en el déficit fiscal. Este ambiente económico mundial lo aborda el informe en su primer capítulo.

Bajo el marco del contexto internacional, en el segundo capítulo se evalúa el comportamiento de la deuda del Sector Público Colombiano (SPC) en 2015 y se analizan las causas que la elevaron, con énfasis en el endeudamiento del Gobierno Nacional Central, dado que es el nivel que más pesa dentro de la deuda pública nacional.

En el capítulo tercero se registra la situación de las empresas públicas descentralizadas, que fueron las mayores deudoras después del Gobierno Nacional. Una de las connotaciones especiales es que la deuda de estas entidades se concentró en las empresas relacionadas con la exploración y producción de bienes del sector petrolero y con la generación y comercialización de energía eléctrica.

En el capítulo cuarto se presenta la deuda de los gobiernos territoriales, que para 2015 mostró dos hechos importantes: i) Las leyes de ajuste fiscal controlaron la mayoría de entidades, aunque algunas aumentaron considerablemente su nivel de endeudamiento y; ii) el ciclo político aumentó los montos contratados durante el último año de gobierno.

En el capítulo quinto se analiza el servicio de la deuda pública (pago de amortizaciones e intereses) efectuado por el Gobierno Nacional en 2015 y el perfil de vencimientos de la deuda interna y externa.

Por último, en el capítulo sexto, se evalúa la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Nacional, que en 2015 creció frente al PIB, lo que planteó un reto de política económica para asegurar su sostenibilidad. El buen comportamiento de la relación deuda/PIB requerirá de condiciones macroeconómicas favorables como un crecimiento económico sostenido, crédito externo e interno con bajas tasas de interés, tasas de cambio estables y, claro está, balances primarios equilibrados o con déficit limitados.

Capítulo 1

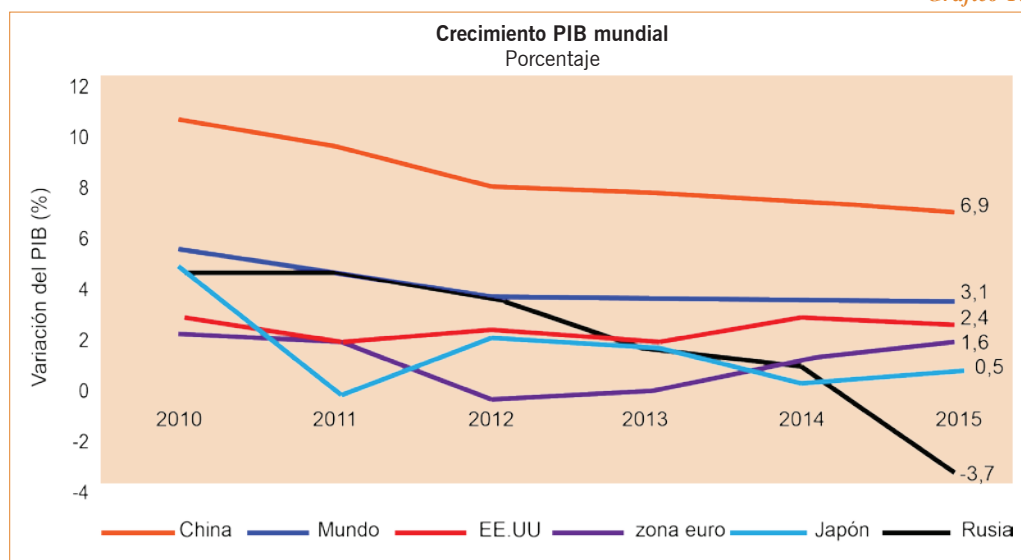
Situación de los mercados internacionales

Los mercados financieros internacionales en 2015 estuvieron caracterizados por la caída en los precios de las materias primas (en especial del petróleo), la desaceleración de la economía china y la expectativa por el alza en la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal norteamericana. En algunas economías, como las exportadoras de petróleo, se presentaron efectos adversos sobre los ingresos que condujeron a la devaluación de las tasas de cambio, alza en las tasas de interés de referencia locales y en algunos casos al crecimiento de la deuda pública¹.

Uno de los indicadores más relevantes en el contexto macroeconómico es el Producto Interno Bruto (PIB) mundial, que mostró una desaceleración en el ritmo de crecimiento en 2015. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe Perspectivas de la economía mundial (WorldEconomic Outlook-WEO), estableció para 2015 el crecimiento del PIB mundial en 3,1%, para una reducción de 0,3 puntos porcentuales frente al observado en 2014. En ese resultado, Estados Unidos presentó un crecimiento de 2,4% (Gráfico 1.1), basado en el abaratamiento de la energía y el comportamiento del mercado de vivienda, aunque inferior en 0,7 puntos al esperado a principios del año, debido a factores como el menor gasto de capital en el sector petrolero y los cierres portuarios por efecto del fuerte invierno.

Por su parte, la dinámica de la economía china fue menor, dado que su ritmo de crecimiento del 6,9% resultó inferior al de 2014, como efecto de la reducción de la inversión y las menores exportaciones. Japón, por su parte, presentó un ligero incremento de 0,5%, que fue mayor al presentado en 2014 (0%), debido a la caída de los precios de las materias primas y la política expansiva del banco central de esa nación (Gráfico 1.1). La zona euro creció 1,6% (0,9% en 2014) por efecto de la depreciación del euro y los menores precios del petróleo, dado que son países importadores de esta materia prima; y, por último, Rusia se vio afectada negativamente por la reducción en los precios del crudo y experimentó una contracción de 3,7% (FMI-WEO, 2016).

- 1 Alguno o varios de estos efectos (desaceleración, devaluación y deterioro de la cuenta corriente) se observaron en las economías emergentes exportadoras de petróleo como Venezuela, Colombia, Perú, Brasil, Angola, Arabia Saudita, Emiratos Árabes, Irak, Irán, Kuwait, Libia, etc.



Fuente: WEO, Abril de 2016 – FMI.

Las proyecciones del FMI señalan que en 2016 el crecimiento de la economía mundial continuará cercano al 3%, debido a la desaceleración de la economía china y la reducción del precio de las materias primas. Aun cuando los analistas esperaban un crecimiento del 3,6% a nivel global, los nuevos estimativos muestran una reducción en las expectativas, indicando un repunte menor al calculado en fechas anteriores por esta entidad que está entre el 2,8 y el 3%. Dentro de las economías avanzadas se proyecta un incremento de 2,4% para Estados Unidos, 1,5% en la zona euro y 0,5% en Japón. La economía China crecería al 6,5%, mientras que para América Latina y el Caribe se proyecta una nueva contracción, esta vez de 0,5%, en un resultado influenciado por la proyección de un crecimiento de -3,8% en el PIB de Brasil (FMI-WEO, 2016).

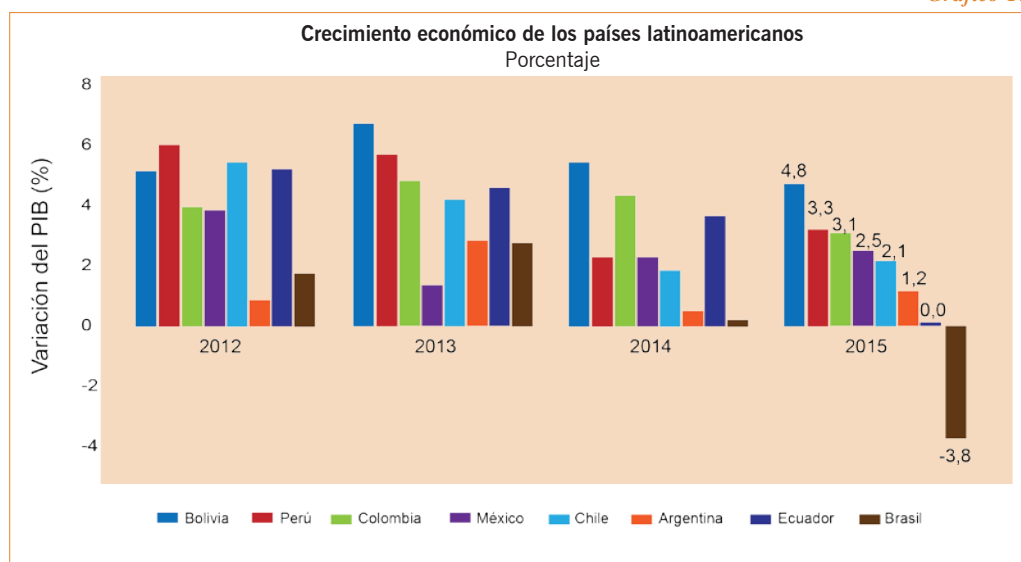
Respecto a los precios del petróleo, la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA) señaló que las condiciones actuales del mercado no apuntan a una recuperación de los precios a corto plazo y sólo hasta 2017 la producción en Estados Unidos disminuiría lo suficiente para que los precios se ubiquen en torno a los US\$ 50 por barril.

1.1 Entorno regional latinoamericano

Durante 2015 las economías de América Latina y el Caribe se vieron afectadas por la reducción de los precios de las materias primas, como el petróleo,

el carbón y el cobre. La región presentó una contracción de 0,1%², desempeño que reflejó el crecimiento negativo de 3,8% de Brasil — la economía más grande de Latinoamérica, con una reducción de la inversión en medio de un difícil entorno político (FMI-WEO, 2016) (Gráfico 1.2). Por su parte, otras economías de la región mostraron crecimientos positivos, como fue el caso de Bolivia (4,8%), seguido por Perú (3,3%), Colombia (3,1%) y México (2,5%), mientras que Ecuador no registró crecimiento.

Gráfico 1.2



Fuente: WEO, Abril de 2016 – FMI.

1.1.1 Precios del petróleo y devaluación

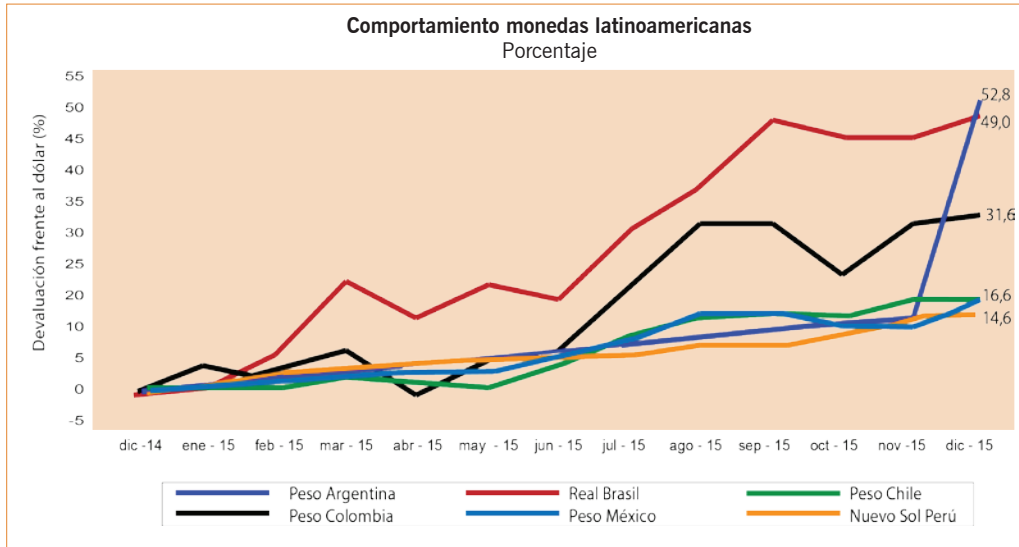
La tendencia a la baja en los precios internacionales del petróleo, registrada desde mediados de 2014, estuvo influenciada por el incremento de la producción e inventarios de crudo en Estados Unidos, la disminución de la demanda generada por el menor crecimiento de la economía mundial y la falta de un acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el fin de reducir sus niveles de producción (MHCP, 2015).

En los países exportadores de petróleo y otras materias primas de América Latina, la reducción de sus precios se tradujo en un menor ingreso de divisas que, en términos generales, provocó la devaluación de las monedas de la región

•• 2 América Latina y el Caribe no presentaba un crecimiento económico negativo desde 2009, año en el cual el PIB regional se contrajo 1,27%.

frente al dólar (Gráfico 1.3). Los efectos más fuertes se dieron sobre el peso de Argentina (52,8%), el real de Brasil (49%) y el peso de Colombia (31,6%).

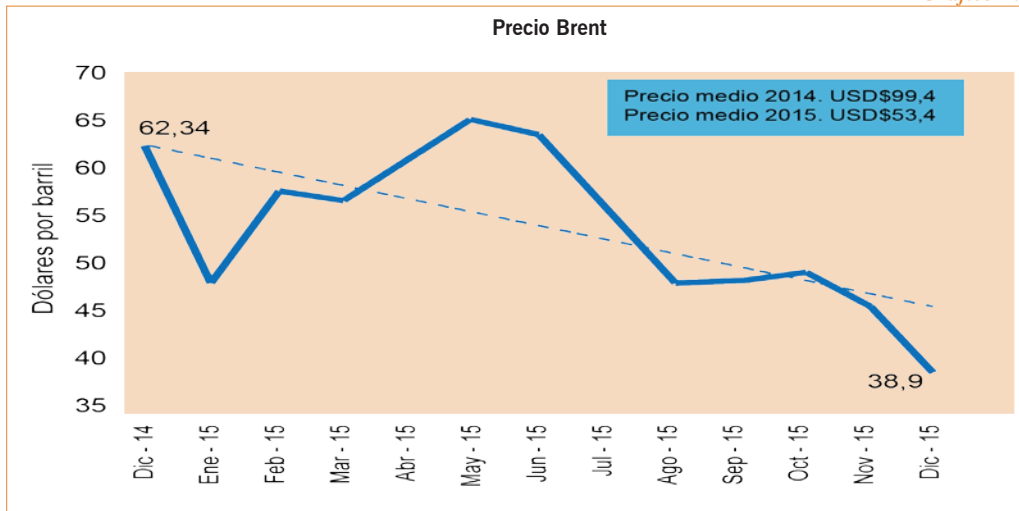
Gráfico 1.3



Fuente: Colombia: Banco de la República. Otros: Bloomberg. Cálculos CGR-CDEFP.

En el caso de Colombia, la reducción de los precios internacionales del petróleo (35% para el Brent) contribuyó a que la cotización del dólar se incrementara entre los cierres de 2014 y de 2015 en \$757, equivalentes a una devaluación de 31,6%³ (Gráficos 1.4 y 1.5), que elevó el valor en pesos de la deuda externa.

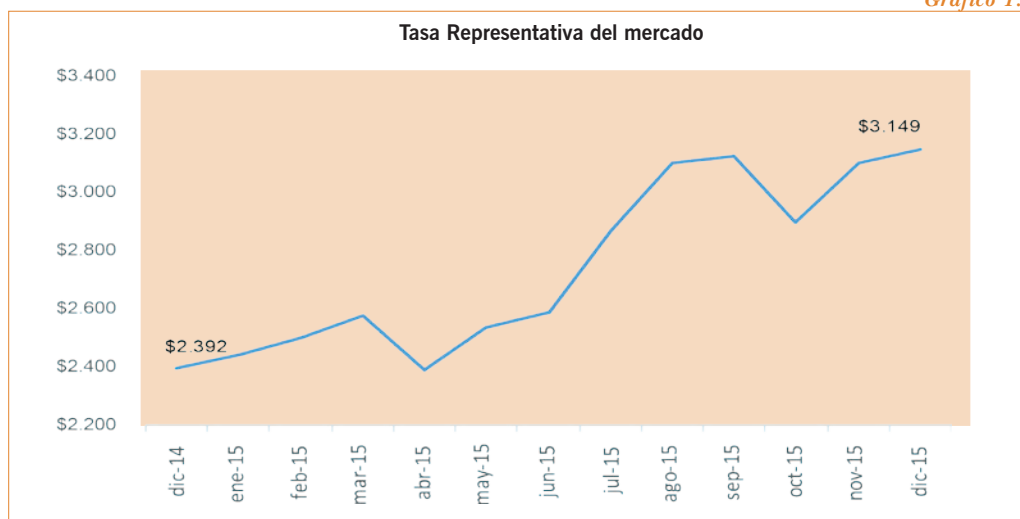
Gráfico 1.4



Fuente: Investing.com

•• 3 Para las variaciones señaladas en los precios del petróleo (Brent) y la TRM, se tomó como referencia las cotizaciones vigentes al 31 de diciembre de 2014 y 2015.

Gráfico 1.5



Fuente: Banco de la República

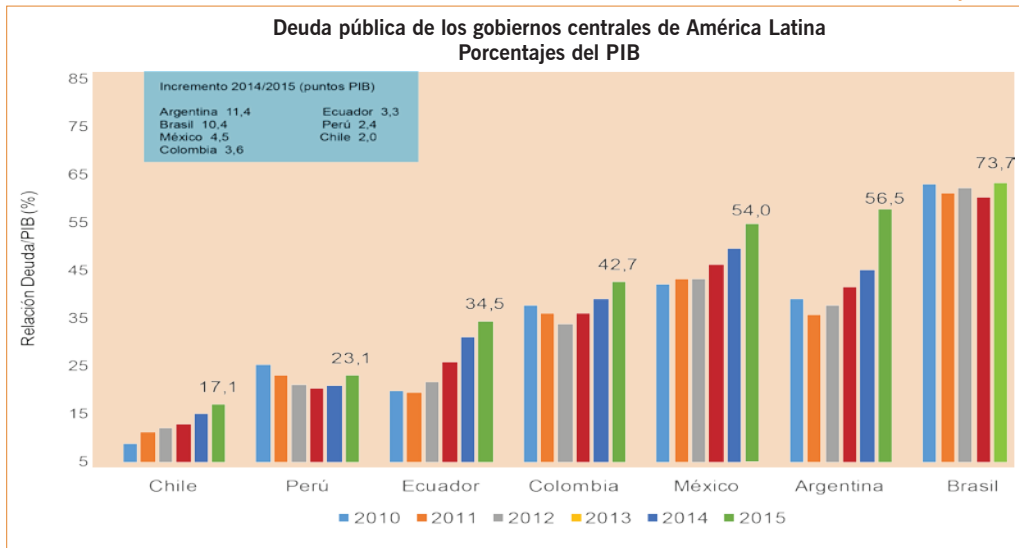
1.1.2 Deuda pública en la región

La caída en los precios internacionales de las materias primas y el menor crecimiento en las economías latinoamericanas redujeron los ingresos fiscales, lo cual se tradujo en un mayor déficit e incrementos en los saldos de la deuda pública, agudizados por el efecto de la devaluación sobre el valor en pesos de la deuda externa. Lo anterior se reflejó en un aumento de los niveles de endeudamiento, como porcentaje del PIB, de algunos gobiernos nacionales centrales por encima de 10 puntos (Gráfico 1.6). Es así como Brasil alcanzó una relación (Deuda Gobierno Nacional)/PIB del 73,7%, Argentina del 56,5%, México del 54% y Colombia del 42,7%.

El incremento en el endeudamiento implicó una mayor percepción de riesgo de los mercados externos con respecto a las economías de la región, que representó un aumento de los costos de los créditos externos. Esto se evidenció en los retornos de los bonos soberanos, medidos con el indicador de bonos de mercados emergentes (EMBI⁴), índice que registra la diferencia entre las tasas de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países emergentes y los del Tesoro de Estados Unidos, considerados libres de riesgo. La evolución del EMBI en 2015 presentó un incremento de 262 puntos básicos (p.b.) para Brasil; mientras que para Colombia, Chile y México el aumento fue de 129, 86, y 48 puntos básicos, respectivamente (Gráfico 1.7).

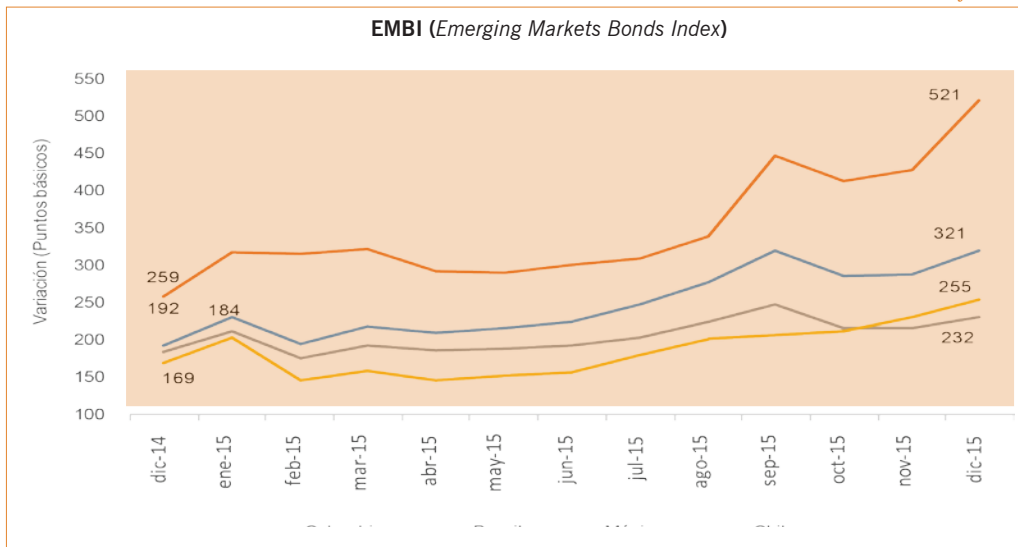
•• 4 *Emerging Markets Bonds Index* (Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), calculado por JP Morgan Chase. El EMBI divide cada punto porcentual en 100 puntos básicos. Así, por ejemplo, una diferencia de 0,1 puntos porcentuales se expresa como 10 puntos básicos.

Gráfico 1.6



Fuente: WEO Database, abril de 2016 – FMI. Colombia: CGR-CDEFP

Gráfico 1.7



Fuente: Bloomberg.

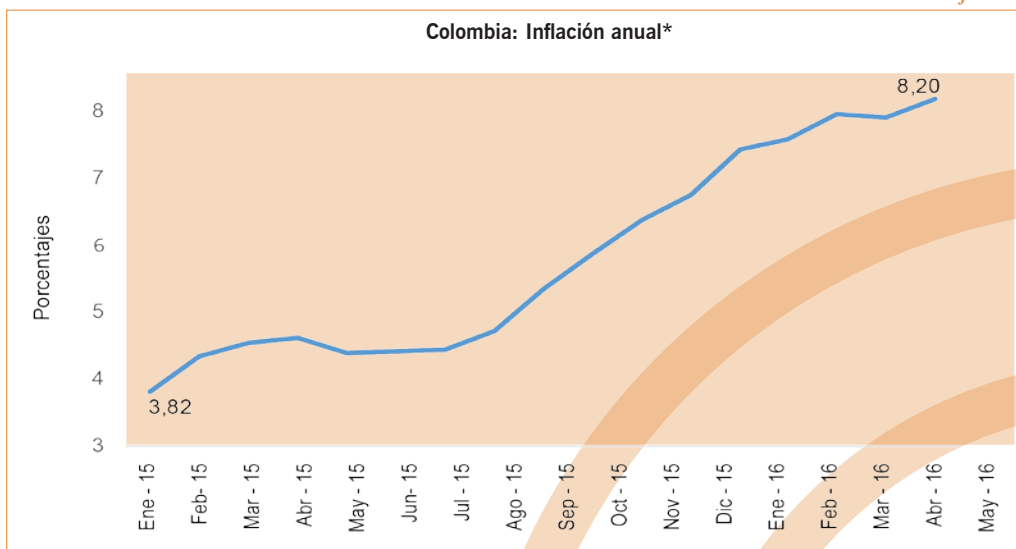
Adicionalmente, en 2015 las tasas de interés internacionales registraron una tendencia al alza, destacándose el incremento de la LIBOR para depósitos a seis meses en dólares, al pasar de 0,36% en 2014 a 0,85% en 2015. De afianzarse esta tendencia se encarecería aún más el endeudamiento realizado a través nuevas emisiones de bonos externos y de la deuda contratada con la banca multilateral con tasas de interés variable.

1.2 Resultados de Colombia frente a América Latina

En un escenario macroeconómico que ha determinado un proceso de desaceleración de la economía colombiana en los últimos tres años, con tasas de crecimiento de 4,9% en 2013, 4,4% en 2014 y 3,1% en 2015, la deuda pública del GNC, como porcentaje del PIB, pasó de 33,7% a 42,7% entre 2013 y 2015, al tiempo que sus tasas de interés registraron uno de los mayores crecimientos de la región durante 2015 (129 p.b.), indicando la percepción de mayor riesgo en la economía colombiana por parte de los agentes del mercado.

En cuanto a la inflación, varios aspectos como el fenómeno de El Niño y la devaluación dificultaron el cumplimiento de la meta establecida por el Banco de la República (Gráfico 1.8). Cabe señalar que la inflación incrementa los gastos de funcionamiento e inversión en términos nominales, lo que presiona el déficit fiscal y puede elevar la deuda. Adicionalmente, con un crecimiento de la inflación los inversionistas locales exigen una mayor rentabilidad, que implica un aumento de las tasas de colocación de los títulos TES, encareciendo así el costo del financiamiento.

Gráfico 1.8



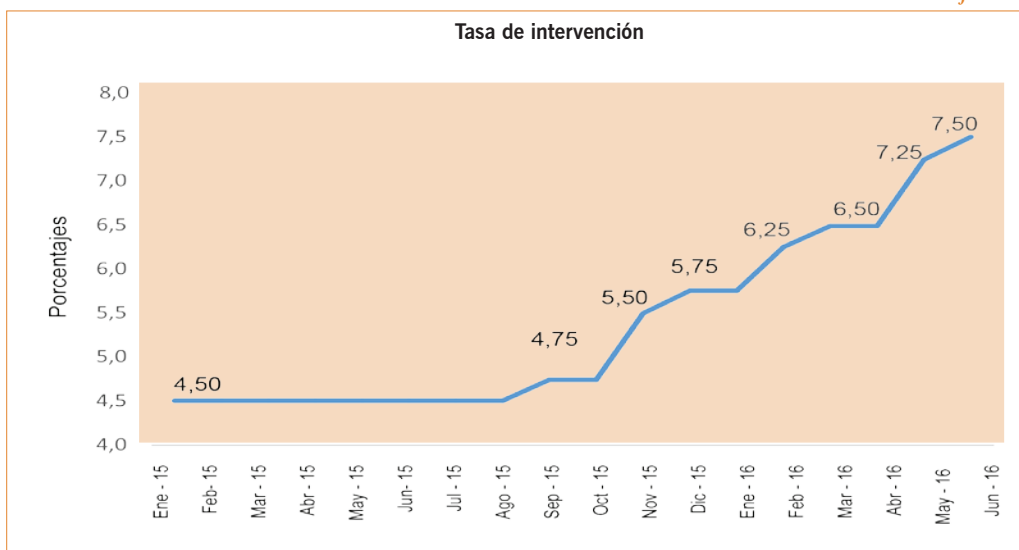
Fuente: DANE

*Inflación medida como la variación anual del IPC

El Banco de la República (BR), con miras a contener la inflación creciente, realizó ajustes sucesivos en la tasa de interés de intervención desde septiembre de 2015 hasta elevarla en junio de 2016 al 7,5% (Gráfico 1.9), con el

objetivo de reducir las expectativas de inflación y disminuir las tasas de los TES. No obstante, la inflación no se redujo y el aumento de las tasas de referencia del Banco tuvo un efecto sobre las tasas de los TES, que se elevaron entre septiembre y diciembre de 2015, alcanzando rendimientos promedios del 7,0%, nivel en torno al cual se mantuvieron hasta mayo de 2016, que fue superior a las tasas promedio de 2015.

Gráfico 1.9



Fuente: Banco de la República

Bajo esta coyuntura, en febrero de 2016 la agencia calificadora de riesgos Standard and Poor's revisó la perspectiva de calificación crediticia de Colombia de estable a negativa, teniendo en cuenta el balance externo del país y el riesgo de un mayor déficit fiscal. Lo anterior implica que, de no tomarse las medidas necesarias para reducir los gastos e incrementar los ingresos públicos, se podría perder el grado de inversión de la deuda externa colombiana incrementando su costo de financiación.

Teniendo en cuenta la situación de la economía colombiana y con la idea de garantizar la estabilidad de las finanzas públicas, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó un aplazamiento de \$6 billones en el presupuesto de 2016 con el fin de cumplir las metas fiscales establecidas. Sin embargo, el ajuste del gasto podría ser insuficiente para lograr el balance requerido por las finanzas públicas, razón por la cual el Gobierno ha manifestado que presentará al Congreso de la República un proyecto de reforma tributaria.

Capítulo 2

La deuda del sector público colombiano

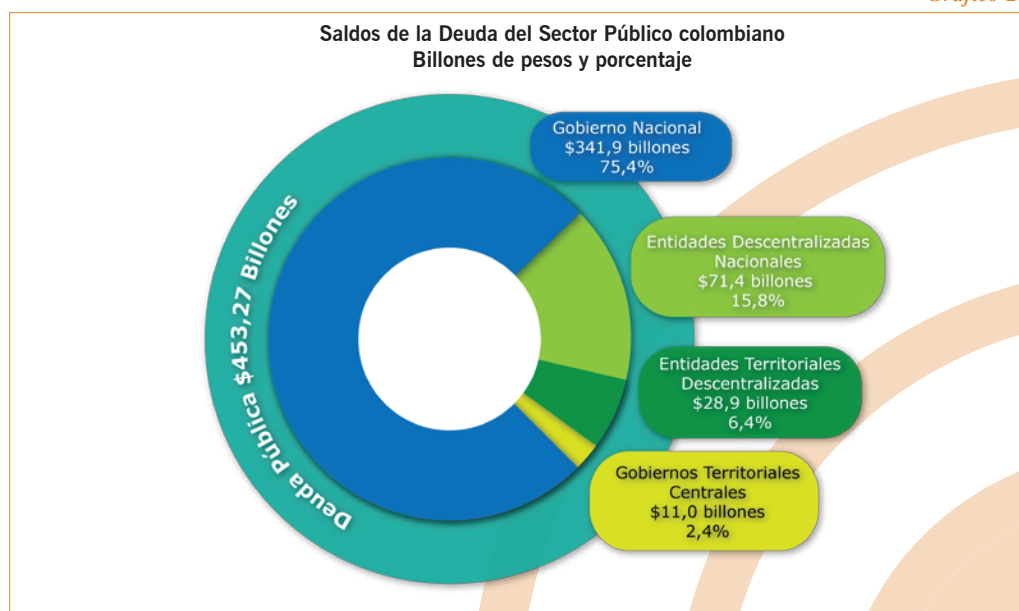
2.1 Generalidades de la deuda del sector público.

La Contraloría General de la República (CGR), en cumplimiento del mandato constitucional, lleva un registro de la deuda pública del sector público colombiano y, como tal, posee la información contable asociada a las operaciones de crédito del Estado, por las cuales se provee de recursos, con los respectivos plazos para su pago.

2.1.1 Estructura de la deuda del sector público.

De acuerdo con los registros de la CGR, la deuda del sector público alcanzó \$453,27 billones en 2015, de los cuales \$341,9 billones (75,4%) le correspondieron al Gobierno Nacional, \$71,4 billones (15,8%) a las entidades descentralizadas nacionales, \$28,9 billones a las empresas territoriales y \$11,0 billones a los gobiernos regionales y locales (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1



Fuente: CGR - Cálculos CDEFP - DCEF

Los saldos de la deuda del sector público crecieron 20% con respecto al 2014, a lo cual contribuyó principalmente el aumento de la deuda en las empresas nacionales, las territoriales y el Gobierno Nacional (Cuadro 2.1). Entre las empresas que aumentaron sus saldos se encontraron Ecopetrol S.A. y la Refinería de Cartagena (Reficar), que pasaron de \$48,2 billones en 2014 a \$ 71,4 billones en 2015, aumentando su participación en la deuda del 12,8% al 15,8% durante el mismo período. El incremento de los saldos de deuda de las empresas en años recientes se debió a los proyectos de inversión, situación que se detalla en el capítulo tercero.

Por su parte, el Gobierno Nacional presentó el mayor incremento de la deuda del sector público en términos absolutos, al pasar de \$291,8 billones en 2014 a \$341,9 billones en 2015 (Cuadro 2.1), continuando la tendencia al alza presentada en los últimos años y manteniendo la concentración de la mayor parte de la deuda, razón por la cual se realiza un análisis más detallado de este nivel de gobierno en el presente capítulo.

Cuadro 2.1

Deuda del sector público colombiano

Nivel	Billones de pesos				Variación 2014-2015			Porcentaje del PIB			
	2012	2013	2014	2015	Absoluta	%	%	2012	2013	2014	2015
Nivel nacional	245,72	285,32	344,1	413,33	69,23	20,1	91,2	36,9	40,2	45,5	51,6
Gobierno central	224,23	254,77	295,85	341,92	46,07	15,6	75,4	33,7	35,9	39,1	42,7
Entidades descentralizadas	21,5	30,55	48,25	71,41	23,16	48,0	15,8	3,2	4,3	6,4	8,9
Nivel territorial	27,05	29,71	33,85	39,94	6,09	18,0	8,8	4,1	4,2	4,5	5,0
Gobiernos centrales	7,88	8,63	9,35	11,02	1,67	17,9	2,4	1,2	1,2	1,2	1,4
Departamentos	2,55	2,7	2,92	3,77	0,85	29,1	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5
Capitales	3,46	3,86	4,30	4,55	0,26	6,0	1,0	0,5	0,5	0,6	0,6
No capitales	1,87	2,07	2,14	2,7	0,57	26,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Entidades descentralizadas	19,17	21,08	24,50	28,92	4,42	18,0	6,4	2,9	2,9	3,2	3,6
Total sector público	272,77	315,04	377,95	453,27	75,32	19,9	100,0	41,0	41,4	50,0	56,6

Fuente: CGR, Contraloría Delegada para Economía y Finanzas

Aunque con menores saldos de deuda, las empresas territoriales, entre las cuales se destacan las Empresas Públicas de Medellín (EPM) y la Transportadora de Gas Internacional S.A. (TGI), aumentaron su deuda debido a procesos de modernización y expansión en sus diferentes áreas de negocio. La deuda de los gobiernos territoriales, por su parte, se concentró en las ca-

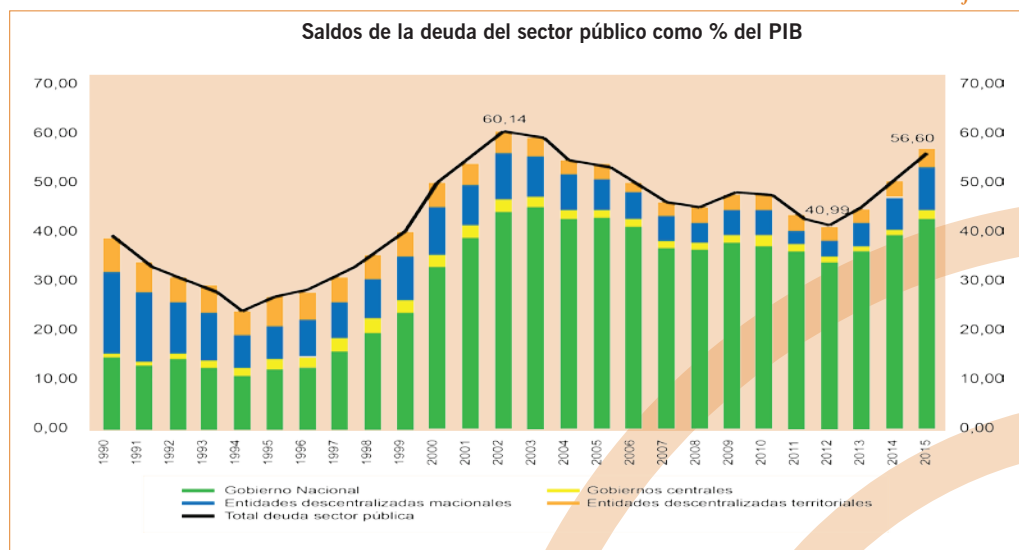
pitales y departamentos, que si bien tienen poca participación en la deuda total del sector público exhibieron, incluso en los municipios no capitales, mayores niveles de endeudamiento en los últimos años, lo cual es importante monitorear, tanto a la luz de los límites de gasto que le impone la normativa, como en términos de resultados que con los recursos de crédito logran los gobiernos territoriales en cuanto al bienestar material de la población.

En términos del PIB, el saldo de la deuda pública en 2015 fue equivalente al 56,5%, correspondiendo al Gobierno Nacional el 42,7%, a las entidades nacionales el 8,9%, a las empresas territoriales el 3,6% y a los gobiernos locales el 1,4%.

2.1.2 Deuda del sector público respecto al PIB

El indicador deuda a PIB del sector público en 2015 alcanzó un nivel similar al presentado a finales de la década de los noventa y el segundo mayor de los últimos 25 años, después del 2002 cuando alcanzó el 60,1% del PIB (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2



Fuente: CGR, anexo estadístico de la deuda 2015

Luego de una tendencia decreciente entre el 2003 y el 2012, la relación deuda a PIB presentó una disposición a elevarse desde el 2013, asociada al comportamiento del déficit fiscal del GNC, el entorno económico y el financiamiento que requirieron las empresas del orden nacional y territorial para llevar a cabo sus proyectos.

Ahora bien, al cierre de 2015 el indicador deuda a PIB del sector público colombiano se ubicó en un valor intermedio al alcanzado por otros países de la región, como se mostró en el primer capítulo del presente informe. Dada la tendencia creciente de la deuda y la perspectiva del panorama económico, podría monitorearse esta relación sobre indicadores como el reconocido en el Tratado de Maastricht, 60% del PIB, o fijarse otros límites específicos para las economías emergentes en torno al 40% o el 50% del PIB como lo expone el FMI o la Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

Los análisis de estos organismos plantean que superar dichos límites afecta negativamente el crecimiento económico, genera inestabilidad macroeconómica y tiende a elevar las tasas de los bonos, encareciendo la deuda. No obstante, muchos países desarrollados (EE.UU., Japón e Italia, entre otros) han alcanzado niveles de deuda que superan el 100% e incluso el 200% del PIB, aunado a condiciones macroeconómicas favorables que se reflejan en el crecimiento económico, aumento en el empleo y bienestar material de la población. Este debate se abordará en el capítulo sexto, donde se plantea un análisis de la senda del indicador deuda PIB en el marco de las condiciones macroeconómicas en el futuro.

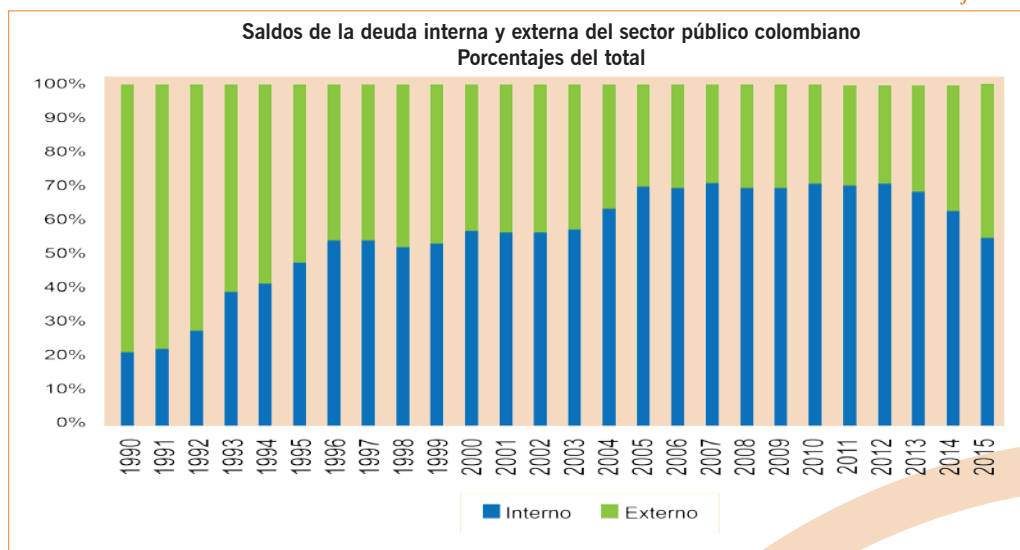
Por ahora es importante recalcar que la deuda se ha venido originando por la diferencia entre los ingresos y los gastos, y que por tal razón resulta de gran importancia, de una parte, el trámite de una reforma tributaria estructural y, de otra parte, lograr la calidad y eficiencia del gasto, con la respectiva financiación que requiere con recursos de la deuda. Esto con el objetivo de asegurar la productividad, competitividad, bienestar material y crecimiento económico futuro, que les permitirán a los gobiernos atender las necesidades de las personas, además de generar los ingresos que garanticen el pago de esa misma deuda en el largo plazo. De igual manera, lograr las condiciones favorables en términos de plazo y costo de la deuda, sin generar inestabilidad macroeconómica y permitiendo el cumplimiento de las funciones esenciales del Estado.

En este sentido, los diferentes informes elaborados por parte de la CGR cumplen con la labor de monitorear las finanzas públicas, para lo cual se evalúan el cumplimiento de las metas sociales y económicas fijadas por el Gobierno en la ejecución presupuestal, el manejo de la deuda y el manejo contable, así como la transparencia de la gestión y rendición de cuentas de la Nación en estos aspectos.

2.1.3 Deuda del sector público: interna y externa

La deuda del sector público se distribuye en interna, si las obligaciones se encuentran asociadas a moneda nacional y deuda externa, si están vinculadas con moneda extranjera (dólares, euros, yenes, etc.). Según esta definición, en 2015 el 55% de la deuda del sector público fue interna y el 45% externa (Gráfico 2.3). Esta composición cambió a lo largo del tiempo y respondió, por un lado, a las condiciones particulares del acceso a los mercados de capitales internos y externos y, por otro, a las estrategias de gestión de la deuda de los diferentes ámbitos del sector público.

Gráfico 2.3



Fuente: CGR, anexo estadístico - CEEFP - DCEF.

La composición de estos saldos de deuda interna y externa, por ámbito de gobierno así como su tamaño frente al PIB, se presentan a continuación.

Los saldos de la deuda externa del sector público alcanzaron en 2015 los \$203,60 billones, de los cuales el GNC adeudó la mayor parte con el 63,6%, seguido por las empresas del orden nacional con el 28,5%; mientras que el 7,9% restante se distribuyó entre las empresas descentralizadas territoriales y los gobiernos territoriales (Cuadro 2.2).

Cuadro 2.2

Deuda externa del sector público colombiano

Nivel	Billones de pesos				Variación 2014-2015			Porcentaje del PIB			
	2012	2013	2014	2015	Absoluta	%	%	2012	2013	2014	2015
Nivel nacional	70,31	87,79	125,88	187,62	61,74	49,1	92,1	10,57	12,36	16,65	23,43
Gobierno central	59,52	68,71	89,81	129,59	39,78	44,3	63,6	8,9	9,7	11,9	16,2
Entidades descentralizadas	10,79	19,08	36,06	58,03	21,96	60,9	28,5	1,6	2,7	4,8	7,2
Nivel territorial	9,01	10,45	13,26	15,99	2,73	20,6	7,9	1,35	1,47	1,75	2,00
Gobiernos centrales	1,68	1,85	2,32	2,73	0,41	17,9	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Departamentos	0,14	0,21	0,4	0,59	0,19	47,7	0,3	0	0,0	0,1	0,1
Capitales	1,55	1,64	1,92	2,14	0,22	11,7	1,1	0,2	0,2	0,3	0,3
No capitales											
Entidades descentralizadas	7,32	8,59	10,94	13,25	2,32	21,2	6,5	1,1	1,2	1,4	1,7
Total sector público	79,32	98,23	139,13	203,60	64,47	46,3	100,0	11,9	13,8	18,4	25,4

Fuente: CGR, Contraloría Delegada para Economía y Finanzas- DCEF.

En términos del PIB, la deuda externa del sector público se situó en 25,4% para el 2015, con lo que superó los niveles exhibidos en los últimos años. En 2014 y 2015 se presentaron crecimientos significativos en términos porcentuales del PIB, que se originaron en los mayores saldos de deuda externa del Gobierno Nacional, las empresas nacionales y, en menor medida, de las empresas territoriales. Por su parte, la deuda externa de los gobiernos locales, con respecto al PIB, se mantuvo estable desde el 2012 (Cuadro 2.2).

Cabe señalar que entre las empresas del orden nacional con los mayores saldos de deuda externa se encuentran Ecopetrol S.A. y Reficar; mientras que en el orden territorial están las empresas Públicas de Medellín (EPM) y Transportadora de Gas Internacional (TGI). Las características del endeudamiento y las condiciones macroeconómicas que afectaron los saldos de estas empresas en los últimos años se detallan en el capítulo tercero.

El saldo de la deuda interna del sector público se situó en \$249,67 billones en 2015, correspondiendo \$212,32 billones al Gobierno Central, que representó el 85,0% del total de la deuda interna. En orden de importancia, le siguieron las empresas territoriales con el 6,3% del total, mientras que el 8,7% restante se distribuyó entre las empresas del orden nacional y los gobiernos territoriales (Cuadro 2.3).

Cuadro 2.3

Deuda interna del sector público colombiano

Nivel	Billones de pesos				Variación 2014-2015			Porcentaje del PIB			
	2012	2013	2014	2015	Absoluta	%	%	2012	2013	2014	2015
Nivel nacional	175,41	197,54	218,22	225,71	7,49	3,4	90,4	26,36	27,81	28,86	28,18
Gobierno central	164,71	186,07	206,04	212,32	6,29	3,1	85,0	24,8	26,2	27,2	26,5
Entidades descentralizadas	10,70	11,47	12,19	13,39	1,20	9,8	5,4	1,6	1,6	1,6	1,7
Nivel territorial	18,05	19,27	20,6	23,96	3,36	16,3	9,6	2,71	2,71	2,72	2,99
Gobiernos centrales	6,20	6,78	7,03	8,29	1,26	17,9	3,3	0,9	1,0	0,9	1
Departamentos	2,41	2,49	2,52	3,17	0,66	26,1	1,3	0,4	0,4	0,3	0,4
Capitales	1,92	2,22	2,38	2,41	0,03	1,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
No capitales	1,87	2,07	2,14	2,7	0,57	26,5	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Entidades descentralizadas	11,85	12,49	13,56	15,67	2,10	15,5	6,3	1,8	1,8	1,8	2
Total sector público	193,45	216,80	238,82	249,67	10,85	4,5	100,0	29,1	30,5	31,6	31,2

Fuente: CGR, Contraloría Delegada para Economía y Finanzas - DCEF.

Como proporción del PIB, la deuda interna se redujo con respecto al nivel de 2014 debido al Gobierno Nacional, que se compensó con los aumentos en el indicador por parte de las empresas nacionales, territoriales y los gobiernos locales (Cuadro 2.2). Como más adelante se detalla, esto se explicó, de un lado, en razón del sesgo estratégico del Gobierno hacia créditos externos y, de otro lado, por el financiamiento de las empresas (nacionales y territoriales) con los mercados de capital internacional.

2.1.4 Acreedores del Sector público

Los mayores acreedores del sector público fueron los inversionistas locales y extranjeros, quienes adquirieron bonos cuyo saldo, al cierre de 2015, ascendió a \$334,4 billones, equivalente al 73,8% de la deuda pública. El 65,5% de dichos bonos se colocaron en moneda local y el 34,5% en moneda extranjera (Cuadro 2.4). De tal manera, los títulos de deuda interna colocados en el mercado doméstico ascendieron a \$219 billones y los bonos externos a \$115 billones. Los títulos internos son en su mayoría TES (Clase B, UVR y de corto plazo) y bonos externos colocados por las empresas del nivel nacional y territorial como EPM, Ecopetrol S.A. e ISA.

Cuadro 2.4

**Acreeedores del sector público colombiano
En billones de pesos**

Acreeedores	Total	Interna	Externa	Participación (%)	
				Interna	Externa
Tenedores de bonos	334,39	219,0	115,4	65,5	34,5
Banca multilateral	55,51	0,0	55,5	0	100,0
Banca comercial (1)	30,49	12,7	17,8	45,5	58,5
Banca de fomento	9,0	0,0	9,0	0	100,0
Otros gobierno	5,79	0,0	5,6	0	100,0
Acuerdo Nación -Metro-Medellín (2)	5,57	5,6	0,0	100	0,0
Otros (3)	12,52	12,4	0,1	99,3	0,7
Total	453,27	249,7	203,6	55,1	44,9

Fuente: CGR-CDEFP. (1) En este cuadro se asume que el 100% de la deuda interna de los gobiernos territoriales (departamentos, distritos y municipios) es contratada con la banca comercial. (2) Este monto corresponde al valor que la empresa Metro de Medellín adeuda a la Nación. (3) En este ítem se asume como deuda interna el monto adeudado por las empresas del nivel nacional y territorial diferentes a Ecopetrol, EPM, ETB, ISA, Isagen, Metro de Medellín, Reficar y TGI.

El segundo mayor acreedor del sector público fue la banca multilateral con el 12,2% de la deuda total (Cuadro 2.4). Estos organismos, tales como el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), entre otros, otorgan créditos a sus países miembros en condiciones financieras favorables para la ejecución de proyectos relacionados con el desarrollo económico y social. A este grupo de prestamistas el sector público adeuda \$55,5 billones, de los cuales gran parte se encuentra a cargo del Gobierno Nacional, mientras que el resto está distribuido entre otras empresas como EPM e ISA.

La banca comercial opera como el tercer prestamista del sector público con \$30,5 billones y el 6,7% de la deuda (Cuadro 2.4). El 58,5% de estos créditos corresponde a banca comercial extranjera, principalmente a cargo de Ecopetrol S.A. y Reficar; mientras que el resto pertenece a créditos otorgados por bancos locales a departamentos, municipios y empresas, donde sobresalen Isagén y Ecopetrol S.A.

El cuarto acreedor del sector público colombiano es la banca de fomento internacional, la cual proporciona créditos dirigidos a promover la inversión y el desarrollo de los sectores productivos. Al cierre de 2015 los créditos con este tipo de banca ascendieron a \$9 billones, de los cuales \$7,2 billones fueron otorgados a Reficar (Cuadro 2.4).

Adicionalmente, el sector público total adeudó \$5,8 billones a otros gobiernos, ocupando el 1,3% del total (Cuadro 2.4). Aunque estos créditos generalmente son dirigidos al nivel central del sector público, también hay casos, como el de EPM, que adeuda \$0,9 billones a estos acreedores. De igual manera existe un porcentaje de la deuda pública (1,2%) donde el acreedor es la propia Nación, cuando ésta garantiza la deuda externa y debe cubrir el servicio de la misma a través de la cuenta especial de la deuda externa (CEDE) para evitar incumplimientos con los acreedores externos. Este caso se revela plenamente con el Metro de Medellín que en total adeuda \$5,6 billones, donde la mayor parte hace referencia al acuerdo de pago firmado en 2004 con la Nación⁵.

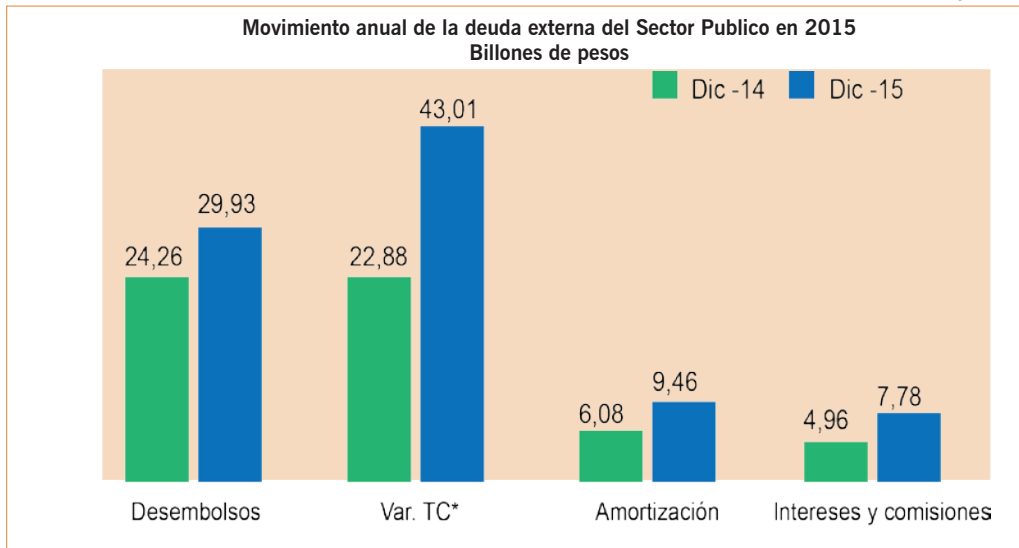
Finalmente, otros acreedores agrupan el 2,8% de la deuda total del sector público (\$12,5 billones), como es el caso de los créditos obtenidos a través de operaciones leasing y créditos interempresariales o con proveedores radicados en el exterior. Dentro de este subtotal se incluye como deuda interna (\$9,6 billones) la contraída por las empresas del nivel nacional y territorial diferentes a Ecopetrol S.A., EPM, ETB, ISA, Isagén, Metro de Medellín, Reficar y TGI.

2.1.5 Principales causas del crecimiento de la deuda del sector público

Como se mencionó anteriormente, el saldo de la deuda pública en 2015, tanto en saldos nominales como en términos del PIB, creció en todos los niveles, especialmente en el Gobierno Nacional y las empresas nacionales y territoriales. En términos generales, dichos incrementos fueron determinados por factores como el déficit del Gobierno Nacional y los balances negativos de las empresas como Ecopetrol S.A., ISA, EPM, que implicó la necesidad de nuevos recursos de crédito, a lo que se sumó el efecto de la devaluación en los saldos de deuda externa, especialmente en el gobierno y las empresas públicas con los mayores saldos en este tipo de deuda (caso Ecopetrol S.A. y Reficar). El incremento en la deuda del sector público se dio por el aumento neto (mayores desembolsos que amortizaciones), pero, principalmente, por la valoración de los saldos en pesos debido al efecto de la devaluación de la divisa nacional. Ese mismo efecto se dio en el pago de intereses de la vigencia (Gráfico 2.4)

- 5 Véase CGR (2004), Análisis del Acuerdo de Metro de Medellín, en este documento la CGR evalúa el acuerdo de pago entre la empresa y la Nación para cubrir el servicio de la deuda externa y los pagos posteriores del departamento de Antioquia por la pignoración de la renta del tabaco y el Municipio de Medellín por la pignoración de la sobretasa a la gasolina.

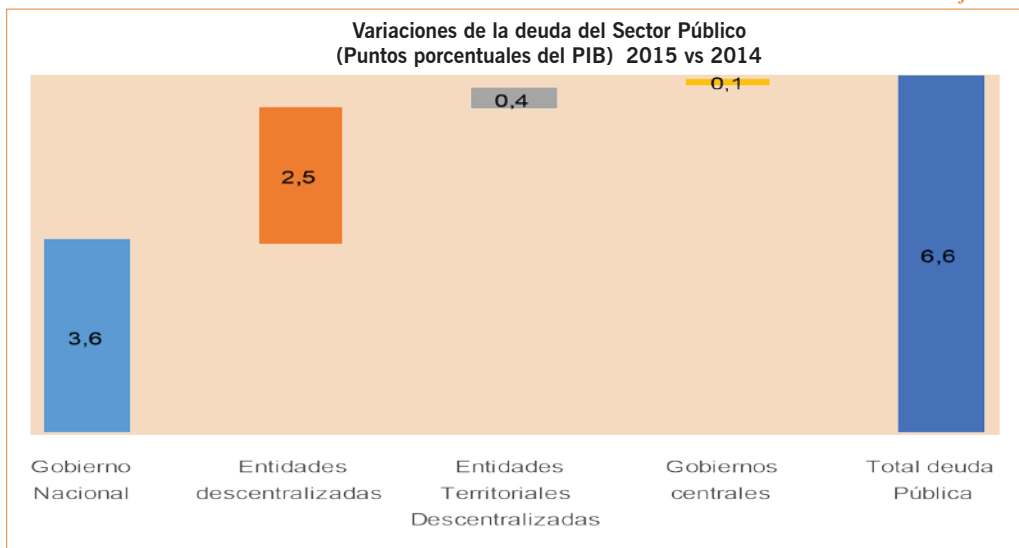
Gráfico 2.4



Fuente: CGR, Delegada para Economía y Finanzas

La variación de la deuda del sector público en 2015 fue equivalente a un aumento de 6,6 p.p. del PIB con respecto a 2014. Para el Gobierno Nacional representó un incremento de 3,6 p.p. del PIB, mientras en las empresas nacionales fue de 2,5 p.p. del PIB, que explicaron el 92% del incremento total de la deuda. Por su parte, las empresas y los gobiernos territoriales presentaron aumentos del 0,4 p.p. y 0,1 p.p. del PIB respectivamente (Gráfico 2.5).

Gráfico 2.5



Fuente: CGR, Delegada para Economía y Finanzas

Las causas de estos incrementos se evalúan a continuación para cada uno de estos ámbitos del sector público, mientras el detalle de la gestión de la deuda (condiciones de las colocaciones de bonos, características de la contratación de créditos, el servicio de la deuda, las operaciones de manejo y perfiles de vencimiento) se abordan en apartados posteriores tanto para el gobierno nacional, como para los gobiernos locales y las empresas nacionales y territoriales.

2.2 Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC)

2.2.1 Evolución de la deuda del GNC

La deuda del Gobierno Nacional constituye el mayor valor de la deuda pública en cualquiera de las mediciones que se haga, por lo que se presenta en este apartado un análisis de este nivel de gobierno, con el objetivo de conocer en detalle los principales hechos de la deuda en 2015.

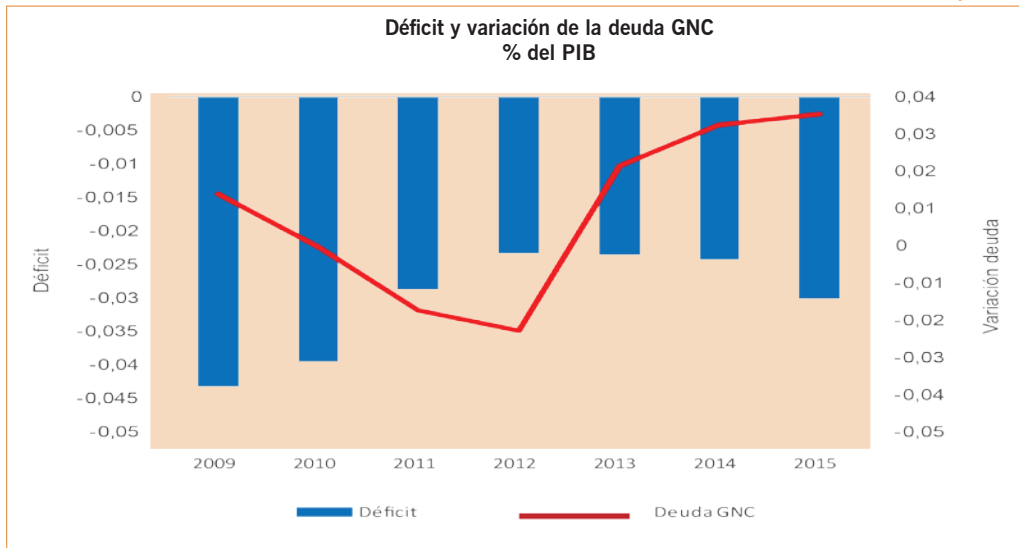
La evolución de la deuda se encuentra estrechamente relacionada con el déficit fiscal y el comportamiento de variables macroeconómicas como la devaluación. Como se describió en el primer capítulo, la economía colombiana experimentó en 2015 un aumento significativo de la tasa de cambio, la disminución de los precios del petróleo, la desaceleración del crecimiento y el incremento de las tasas de interés como la Libor, lo que se tradujo en un aumento de los pagos de interés de la deuda externa y menores ingresos, que elevaron el déficit fiscal del Gobierno Nacional y, por tanto, en mayor deuda.

En los datos históricos se puede apreciar que con la disminución de los déficit entre el 2009 y el 2012 se dio una reducción de la deuda. No obstante, a partir de 2013 se incrementó el déficit y elevó la deuda. En efecto, el déficit del Gobierno Nacional pasó del 2,4% en 2014 al 3,0% del PIB⁶ en 2015, lo que generó afectación en la relación deuda a PIB (Gráfico 2.6).

Por otro lado, la devaluación⁷ elevó los saldos de la deuda externa en \$31,1 billones (3,9 p.p. del PIB), tanto por un incremento en el valor de los saldos de deuda adquirida antes de 2015, como por el mayor costos de los saldos de los créditos adquiridos en 2015 (\$2,7 billones) (Gráfico 2.7).

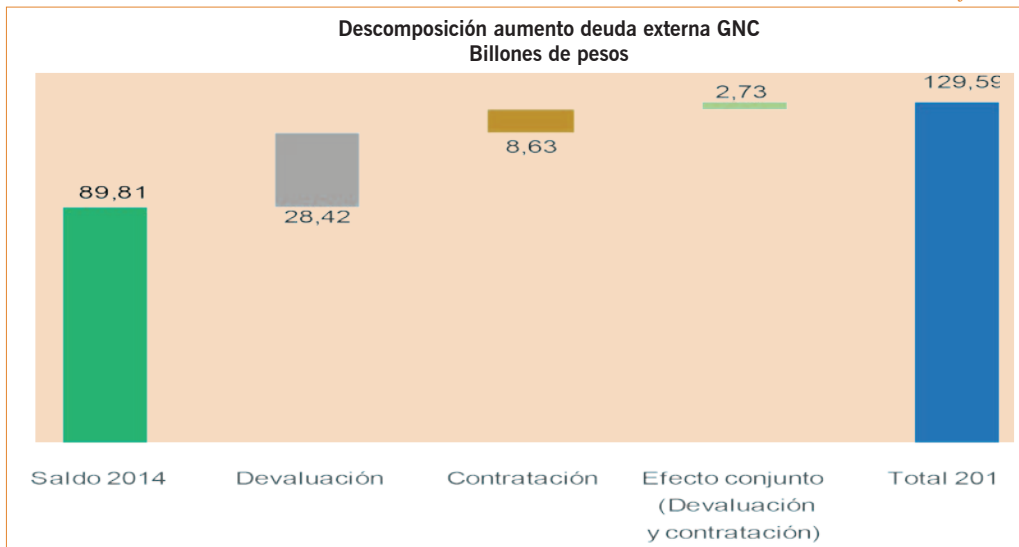
- 6 Se toma aquí el déficit del cierre fiscal del GNC según el Ministerio de Hacienda.
- 7 En 2014 la devaluación aportó 79% del incremento de la deuda externa expresada en pesos. No obstante, se debe señalar que es un efecto contable que en la medida que se ajuste a la baja la tasa de cambio volverán a caer sus montos nominales.

Gráfico 2.6



Fuente: CDEFP-CGR

Gráfico 2.7



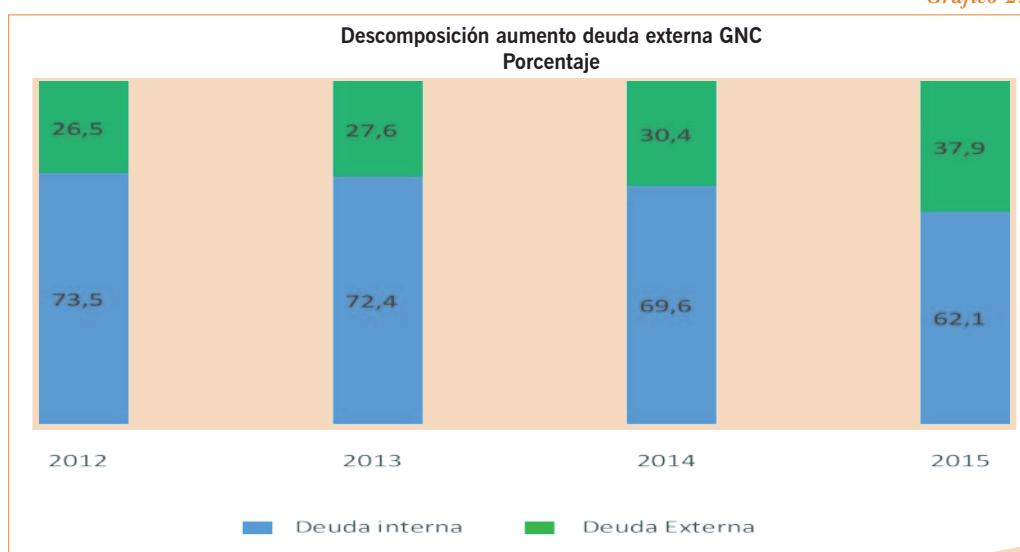
Fuente: CGR, CDEF.

2.2.2 Composición de la deuda del GNC.

La deuda externa ganó participación dentro del endeudamiento del Gobierno Nacional, al pasar del 30,4% en 2014 al 37,9% en 2015 (Gráfico 2.8), con lo que la proporción de la deuda externa presentó un cambio con respecto a

la tendencia observada en años anteriores, donde el Ministerio de Hacienda estableció una estrategia de gestión de la deuda con una composición entre deuda interna y externa del 70% y 30%⁸. Ese cambio estuvo precedido de las nuevas condiciones de mercado internacional y las necesidades de financiamiento del Gobierno Nacional. Bajo esta nueva estrategia se buscó realizar mayores contrataciones en moneda extranjera —con el consecuente impacto de la tasa de cambio— con respecto a las emisiones internas de TES B.

Gráfico 2.8



Fuente: CGR, CDEF.

Aun cuando la participación deuda externa en el total se encuentra lejos de las proporciones alcanzadas en los años noventa, cuando representaba el 75% de la deuda total, es importante monitorear los diversos riesgos de incrementar en mayor proporción el endeudamiento externo, como son los de tasa de cambio y las alzas en las tasas de interés externas anunciadas por la Reserva Federal norteamericana para el 2016.

- 8 La composición óptima de la deuda del Gobierno nacional ha experimentado cambios desde 1998, cuando se dio inicio a una estrategia de gestión de la deuda. La composición 70% (interna) y 30% (externa) se definió en el documento “Estrategia de gestión de la deuda de mediano plazo de la Nación. 2013. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional”.

Un cambio importante en la composición de la deuda externa, por tipo de acreedor, consistió en un aumento de las colocaciones de bonos frente a los préstamos de la banca multilateral. El cambio en la composición se reafirmó en los últimos años, puesto que la participación de los bonos se elevó al pasar del 54,7% en 2010 al 58,2% en 2015, mientras la banca multilateral se redujo de 44,5% a 38,7% (Cuadro 2.5). Por su parte, el saldo de bonos fue de US \$23.967 millones (\$75,48 billones) y la banca multilateral alcanzó los US \$15.900,9 billones (\$50,0 billones). Estos últimos créditos tienen destinación específica sectorial, son monitoreados con rigurosidad e incluyen algunos condicionamientos de reformas económicas o políticas.

Cuadro 2.5

Deuda pública externa del GNC por agente prestamista
Millones de dólares

Agente	2011	2012	2013	2014	2015	Variación absoluta	Variación %
Tenedores de bonos	18.472,0	19.028,1	20.615,6	21.757,3	23.966,6	2.209,3	10,2
Banca multilateral	14.239,1	14.316,4	14.618,0	14.958,7	15.909,9	951,2	6,4
Otros	223,9	316,6	425	823,9	1.271,4	447,5	54,3
Total	32.934,9	33.661,1	35.658,6	37.539,9	41.147,9	3.608,0	9,6

Fuente: CGR, CDEFP

El mayor incremento en los saldos de la deuda externa en 2015 se presentó en los tenedores de bonos, con un aumento de US \$2.209 millones (10,2%), seguido por la banca multilateral con US \$951,2 millones (6,4%). El resto del endeudamiento alcanzó un incremento neto de \$447,5 millones (Cuadro 2.5).

Por su parte, la deuda interna del Gobierno Nacional en 2015 ascendió a \$212,62 billones y se compone principalmente de títulos TES B en pesos y UVR (93% del total), además de otros títulos como los bonos pensionales (5,3%), los TES de corto plazo (1,0%) y por partidas como las asunciones, cuentas inactivas y bonos de Valor Constante serie B (0,7%) (Cuadro 2.6).

La deuda interna registró un incremento de \$6,29 billones con respecto al 2014, destacándose el efecto de la inflación en el saldo de los TES UVR, las mayores emisiones de estos títulos y las nuevas colocaciones de TES de corto plazo. Esto se compensó con un prepagado de TES B en pesos y mayores amortizaciones que redujeron los saldos adeudados por estos títulos (Cuadro 2.6).

Cuadro 2.6

Saldos de la deuda interna del GNC
Millones de pesos

Concepto	Saldo 2014 (1)	Variación UVR (2)	Desembolsos (3)	Amortizaciones (4)	Saldo 2015 (1+2+3-4)	Variación absoluta	Variación %	Participación %	Intereses y comisiones
TES B en pesos	144,24	0,00	20,66	25,06	139,85	-4,39	-3,0	65,9	12,12
TES B UVR	48,63	2,99	12,04	6,17	57,49	8,86	18,2	27,1	2,28
TES B corto plazo	0,00	0,00	2,10	0,00	2,10	2,10	-	1,00	0,00
Bonos pensionales	10,62	0,00	0,74	0,00	11,36	0,74	7,0	5,3	0,00
Bonos, títulos y otros	2,55	0,03	0,19	1,24	1,52	-1,03	-40,4	0,7	0,14
Total	206,04	3,03	35,73	32,47	212,32	6,28	3,04	100,0	14,55

Fuente: CGR, CDEFP

Un punto importante de la composición de los tenedores de TES B es el riesgo de cada poseedor de los títulos debido a la sensibilidad a los cambios en la tasa de interés y la inflación. En efecto, la tasa de inflación incidió sobre la Unidad de Valor Real (UVR), que incrementó en \$2,99 billones los saldos de los títulos emitidos en esta tasa. A su vez, los desembolsos de los TES UVR superaron las amortizaciones gracias a la demanda del mercado para cubrirse de la inflación. Por estas dos razones los saldos de estos títulos se incrementaron en \$8,86 billones (Cuadro 2.6).

En cuanto a los TES de corto plazo, se emitieron \$2 billones en 2015, pese a que desde 2013 se había suspendido la colocación de estos títulos⁹. Aunque con un menor impacto sobre la deuda interna, los bonos pensionales presentaron un crecimiento de \$0,74 billones (7%) sobre el saldo registrado en 2014 (Cuadro 2.6).

En compensación a lo anterior, los TES B en pesos registraron una disminución de \$4,39 billones, debido a las mayores amortizaciones frente a las colocaciones, que se asociaron a: i) una mayor demanda de TES UVR, como ya se mencionó; ii) una operación de canje o intercambio de títulos donde el Gobierno entregó TES UVR y recogió TES en pesos y; iii) una operación de prepago por \$2,74 billones efectuada en octubre de 2015.

Al cierre de 2015, el saldo de TES B en circulación llegó a \$197,34 billones, de los cuales \$139,23 billones estaban en poder del sector privado (70,6% del total) y \$58,11 billones en el sector público (29,4% del total), lo que implicó una disminución en los títulos con respecto al 2014.

•• 9 El objetivo de estas colocaciones es la de tener un referente en la curva de rendimientos para valorar títulos TES con vencimiento a corto plazo.

En conclusión, la evolución de la deuda del Gobierno Nacional, especialmente en 2015, estuvo influenciada por la tasa de cambio y el déficit fiscal, resultado de mayores pagos de interés externos y menores ingresos por la caída de los precios del petróleo. En este contexto, el Gobierno financió el déficit con la emisión de TES B, especialmente los TES UVR; Colocó bonos externos, incluso para financiar la vigencia de 2016 y obtuvo empréstitos de la banca multilateral, que elevó la participación de la deuda externa en la deuda total. Esta estrategia implica riesgos como el de tasa de cambio y tasa de interés.

Adicionalmente, el Gobierno efectuó operaciones de manejo como el intercambio de títulos TES, que alargaron el plazo de vencimiento sin modificar los saldos y realizó operaciones de prepago que redujeron la deuda interna con miras a mejorar el perfil de la deuda y disminuir los pagos en los próximos años.

2.2.3 Contratación de la deuda del GNC

En deuda externa se obtuvieron nuevos recursos para la vigencia 2015 y adicionalmente se realizó una colocación de bonos externos para el financiamiento anticipado del presupuesto de 2016, previendo dificultades en los mercados externos y un aumento de las tasas de los títulos que encarecieran el financiamiento (CONPES 3842 de 2015)

Se emitieron tres bonos globales en los mercados de capitales internacionales por un total de US \$4.000 millones (\$12,6 billones¹⁰). Las dos primeras emisiones se realizaron en los meses de enero y marzo, con vencimientos a 30 años, por un total US \$2.500 millones. La tercera emisión se realizó en el tercer trimestre del año, con vencimiento al 2026, por un monto de US \$1.500 millones y una tasa fija de 4,5% (Cuadro 2.7).

•• 10 Cálculo realizado con una TRM \$ 3.149,47 por dólar al 31 de diciembre de 2015.

Cuadro 2.7

Contratación deuda pública externa GNC 2015

Acreeedor	Objeto	Millones de dólares	Billones de pesos
Inversionistas o tenedores	Apropiaciones presupuestales de la vigencia 2015	1.500	4,72
Inversionistas o tenedores	Apropiaciones presupuestales de la vigencia 2015	1.000	3,15
Inversionistas o tenedores	Prefinanciación apropiaciones presupuestales de la vigencia 2016	1.500	4,72
Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) (1)	"Primer empréstito programático de política de crecimiento verde"	693	2,18
Corporación Andina de Fomento (CAF)	"Programa de apoyo al fortalecimiento de la inversión pública a través de la estructura de proyectos"	500	1,57
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	"Programa de apoyo a la reforma del sistema financiero"	500	1,57
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	"Programa de profundización de la reforma fiscal en Colombia"	400	1,26
Agencia Francesa de Desarrollo (1)	"Apoyo a políticas de cambio climático"	299	0,94
KFW - Banco de Desarrollo	"Préstamo de desarrollo de política - Desarrollo sostenible fase I"	80	0,25
KFW - Banco de Desarrollo	"Préstamo de desarrollo de política - Apoyo a la construcción de paz, fase II"	80	0,25
Total		6.552	20,63

Fuente: CGR, CDEFP. Nota: Montos equivalentes en pesos calculados con la TRM del 31-12- 2015.

(1) Corresponden a créditos denominados en Euros convertidos a dólares la tasa de cambio vigente el 31-12-2015.

En los dos primeros casos, las emisiones tuvieron como propósito la financiación de apropiaciones presupuestales de la vigencia, mientras la tercera emisión tuvo como destino la prefinanciación de apropiaciones de la vigencia 2016.

Con la banca multilateral y agencias gubernamentales se realizaron préstamos por US\$2.552 millones en 2015, de los cuales:

- Fueron desembolsados por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) un monto de US \$693 millones (\$2,2 billones), con destino a la financiación de la política de crecimiento verde y vencimiento a 20 años.
- Con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se contrataron dos créditos por US \$500 millones (\$1,6 billones) y US \$400 millones (\$1,3 billones), cuyos recursos fueron asignados a los programas de apoyo a la reforma del sistema financiero y profundización de la reforma fiscal en Colombia, con vencimientos a 2028 y 2027, respectivamente.
- La Corporación Andina de Fomento (CAF) otorgó un préstamo por US \$500 millones destinado al programa de apoyo al fortalecimiento de la in-

versión pública a través de la estructuración de proyectos, con vencimiento en 2030 (Cuadro 2.6).

- La Agencia Francesa de Desarrollo desembolsó un crédito por aproximadamente US \$300 millones a 15 años (política de cambio climático), mientras que con el Banco de Crédito para la Reconstrucción (KfW, por sus siglas en alemán) se contrataron dos créditos por US \$80 millones cada uno, con destino a la financiación de la Política de desarrollo sostenible (fases I y II) y vencimiento en 2025.

Los créditos contratados durante 2015 con la banca multilateral y agencias gubernamentales se pactaron con tasas de interés variable, con excepción de los dos créditos contratados con KfW a una tasa fija de 1,99%, contratación esta favorable en las actuales condiciones de tasas bajas pero con la perspectiva de crecimiento de acuerdo con las decisiones de la Reserva Federal norteamericana.

2.2.4 Tenedores de TES

En el sector público, el nivel nacional concentró la mayor parte de tenencia de los títulos, seguidos por los fondos de pensiones¹¹ (el Fonpet), el sector financiero público más el Banco de la República y el nivel territorial (Cuadro 2.8). Entre las entidades públicas con mayores montos de TES en 2015 estuvieron el Banco Agrario con \$8,2 billones y la Caja Promotora de Vivienda Militar con un saldo de \$5,37 billones y un incremento anual del 10%.

El sector público presentó una reducción de \$7,85 billones (11,9%) frente a 2014, debido a la disminución en \$6,8 billones del sector financiero y \$4,53 billones de las entidades descentralizadas, compensado parcialmente con el incremento en la tenencia de TES por parte de la administración central por \$3,9 billones (Cuadro 2.8).

- 11 Cabe aclarar que si bien los fondos de pensiones son públicos, administran recursos de personas, es decir de agentes privados, y podría sumarse a las tenencias del sector privado. Por tanto, el total en poder del sector privado llegaría a 163,49 billones (\$24,2 billones de los fondos de pensiones públicas y \$139,2 billones del sector privado), con una participación del 82,9% del total de TES en circulación.

Cuadro 2.8

Saldos de los TES por sectores Billones de pesos

Entidad	2014	2015	Variación		Participación %
	Diciembre	Diciembre	Absoluta	%	
Sector público	65,96	58,11	-7,85	-11,9	29,4
Nivel nacional	41,48	33,60	-7,88	-19,9	17,0
Administración central	4,38	8,27	3,90	88,9	4,2
Empresa nacionales	0,38	0,32	-0,06	-16,6	0,2
Entidades autónomas	0,45	0,51	0,06	12,7	0,3
Entidades descentralizadas	5,86	1,33	-4,53	-77,4	0,7
Sector financiero y Banco de la República	29,94	23,14	-6,80	-22,7	11,7
Seguridad social y ESE	0,46	0,03	-0,43	-93,1	0,0
Nivel territorial	0,32	0,25	-0,07	-22,5	0,1
Administraciones centrales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Entidades descentralizadas	0,32	0,25	-0,07	-22,5	0,1
Fondos de pensiones y fiducias públicas	24,16	24,26	0,1	0,4	12,3
Instituto de Seguros Sociales	2,47	2,25	-0,22	-8,9	1,1
Fondos de previsión Congreso y Caprecom	0,27	0,2	-0,07	-25,3	0,1
Pensiones Ecopetrol	4,20	4,30	0,10	2,4	2,2
Fidupensiones Telecom	0,55	0,70	0,15	27,7	0,4
Fidufosyga	0,43	0,11	-0,32	-74,2	0,1
Patrimonio FONPET	13,95	14,91	0,96	6,9	7,6
Otros	2,29	1,78	-0,51	-22,2	0,9
Sector privado	126,91	139,23	12,32	9,7	70,6
Fondos de pensiones y cesantías	51,12	55,94	4,82	9,4	28,3
Bancos, corporaciones y fondos mutuos	47,91	48,77	0,86	1,8	24,7
Compañías de seguros y cap.	8,04	9,26	1,23	15,3	4,7
Sociedades fiduciarias	3,66	2,47	-1,19	-32,6	1,3
Otros	16,18	22,80	6,62	40,9	11,6
TES B en circulación	192,87	197,34	4,47	2,3	100,0

Fuente: Banco de la República, CGR, CDEFP, Dirección de Cuentas y Estadísticas Fiscales
No incluyen TES de corto plazo

En concreto, se registró la reducción en la tenencia de TES en: i) el Banco de la República por \$5,95 billones, debido al cambio de la postura de política monetaria en 2015 y; ii) los establecimientos públicos por \$9,58 billones, en especial del ICBF y el SENA, que como resultado de la entrada en la práctica de la CUN pasan a manejarse a través de esta cuenta, y el manejo de la reforma tributaria del impuesto CREE, a través del fondo especial¹². Esas disminuciones se compensaron parcialmente por el aumento en las tenencias de la Tesorería como parte de los traslados de TES del sistema de la CUN¹³.

En el sector privado se destacó el incremento en el saldo de TES que mantienen los fondos de pensiones y cesantías, al pasar de \$51,12 billones en 2014 a \$55,94 billones en 2015, con un crecimiento del 9,4%, en un porcentaje significativo en la medida en que los fondos concentraron la mayor parte de TES del sector privado (28,4% del total). De igual manera se destacaron los bancos, corporaciones y fondos mutuos, con un crecimiento de \$1,8 billones (24,7% de participación) entre 2014 y 2015, para alcanzar un monto de \$48,8 billones (Cuadro 2.8).

La concentración en el sector financiero, en general, implicó una mayor exposición al riesgo por la variación de las tasas de interés internacionales y locales. Debe señalarse que buena parte de los mayores tenedores de TES en el sector financiero privado corresponde a los fondos de pensiones o patrimonios autónomos que amparan pensiones públicas, como es el caso de la Fiduprevisora con \$7,39 billones, Fogafín con \$2,69 billones, Fiducoldex con \$1,94 billones y el Fondo de Pensiones de Ecopetrol S.A., con \$1,94 billones, entre otros.

En la medida en que en los últimos tres años las tasas de interés se han mantenido en niveles históricos mínimos, debido a la flexibilidad de la política monetaria para reactivar la economía ante la crisis global y a la sostenibilidad de la tasa de inflación, el cambio en la política de la Reserva Federal de los Estados Unidos, sumada a las presiones sobre la tasa de cambio,

- 12 El Decreto 1525 de 2008, provee los elementos para vigilar más de cerca los portafolios de las entidades y limita los manejos en el mercado de los títulos correspondientes a dichas inversiones de carácter forzoso. Desde 2012 se cuenta con otro elemento importante para la disminución en las inversiones de carácter forzoso que es la Cuenta Única Nacional (CUN) Creada por la Ley 1450 de 2010, la Ley del Plan de Desarrollo.
- 13 Estos TES son realmente trasladados al sistema de Cuenta Única Nacional a la Tesorería, por lo cual estos títulos pertenecen a estas entidades.

modificó la tendencia generando efectos sobre los costos del financiamiento interno del Gobierno Nacional. Esto no solo por las emisiones a tasas más altas, sino porque las valorizaciones de los portafolios perdieron en la medida que las tasas subieron y las expectativas de los tenedores alcanzaron mayor incertidumbre.

Esta situación amerita un mayor seguimiento, ya que se convierte en un sector sensible a muchas variables exógenas, que no dependen exclusivamente del manejo de sus portafolios, sino también de la política monetaria de Estados Unidos, las tasas de interés interna y externas, la inflación, etc., que implica tener un manejo prudente, no solo de las inversiones, sino en las decisiones del Gobierno en materia de política monetaria y cambiaria.

Capítulo 3

Deuda de las entidades descentralizadas nacionales y territoriales

3.1 Generalidades de la deuda de las empresas nacionales y territoriales.

Las entidades descentralizadas del orden nacional¹⁴ son aquellas que pertenecen a la Rama Ejecutiva y se encargan de cumplir funciones que le corresponden al Estado, pero que son delegadas en éstas para su mejor funcionamiento. Se dividen en establecimientos públicos, empresas industriales y comerciales del Estado como el Ecopetrol S.A. 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.

En Colombia, la creación de la infraestructura física se realizó a través de este tipo de empresas, pero, así mismo, buena parte de la crisis de la deuda se originó en los atrasos de la puesta en marcha de dichos proyectos por su alto apalancamiento en la deuda externa la mayoría garantizada por la Nación. A medida que los proyectos financiados con la deuda externa entraron en producción y cumplieron con el servicio de la deuda los saldos adeudados disminuyeron notoriamente. La historia demuestra que por esa garantía el Gobierno Nacional debió asumir la deuda externa o convertirla en interna, como en el caso de Carbocol, Metro de Medellín o la mayoría de empresas del sector eléctrico, entre otros.

Actualmente, entre las empresas que operan en el ámbito nacional y territorial, que son de importancia estratégica para el país por su influencia en el desarrollo económico se encuentran: Ecopetrol S.A. y sus filiales, Interconexión Eléctrica ISA, Isagén S.A., EPM, Findeter S.A., entre otras, las cuales registraron volúmenes importantes de financiamiento para sus proyectos de expansión.

•• 14 Ley 489 de 1998, Capítulo XIII.

Ese incremento en la deuda externa, lo explica el Fondo Monetario Internacional (FMI) por el auge de inversiones en sectores minero energético y lo presenta como una tendencia generalizada en la mayoría de países¹⁵. En el informe sobre Estabilidad Financiera Mundial (2015), el FMI advierte 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 gas y petróleo.

De tal manera, resulta válido el llamado del FMI en esta coyuntura económica, donde los ingresos de muchas de estas empresas se vieron disminuidos debido a diferentes factores, como la caída en los precios de las materias primas o el fenómeno de El Niño, que generaron problemas de caja, mientras que la alternativa viable para la financiación de proyectos fue mediante emisión de bonos o la obtención de créditos para las otras empresas.

Después del Gobierno Nacional las empresas públicas registraron el mayor crecimiento absoluto de la deuda del sector público en 2015. Esto se explicó por los nuevos empréstitos que adquirieron empresas como Ecopetrol, ISA, EPM, entre las más importantes, para cubrir el déficit derivado del gasto asociado a la continuación de los proyectos de expansión emprendidos por estas empresas en los últimos años. Como se aborda con detalle más adelante, empresas como Ecopetrol, Findeter, Colombia Móvil y EPM adquirieron préstamos externos en 2015, que unido al impacto de la devaluación en los saldos de deuda externa incrementaron la deuda de estas empresas.

Las empresas territoriales por su parte incrementaron la deuda debido i) al crédito interno neto (mayores desembolsos que amortizaciones) por \$2,29 billones, lo cual estuvo asociado a déficit de algunas empresas y ii) a los mayores saldos de deuda externa como efecto del impacto de la devaluación que por sí sola elevó esta deuda en 3,46 billones.

- 15 El FMI señala que “En las grandes economías de mercados emergentes, la deuda de las empresas no financieras se cuadruplicó entre 2004 y 2014. Paralelamente, su composición se reorientó de los préstamos a los bonos. Aunque el aumento del apalancamiento puede alimentar la inversión y, por ende, estimular el crecimiento, la tendencia alcista observada en los últimos años lógicamente suscita inquietud, ya que numerosas crisis financieras en los mercados emergentes estuvieron precedidas de un rápido aumento del apalancamiento”. FMI, Informe Sobre La Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2015, Capítulo 3: ¿Debería preocuparnos el Apalancamiento Empresarial de los Mercados Emergentes?

A continuación se analiza el endeudamiento de las principales empresas y sus posibles impactos sobre las finanzas del Gobierno Nacional, dado que la mayor parte del endeudamiento externo cuenta con la garantía implícita de la Nación.

3.2 Deuda de las empresas públicas.

Las empresas públicas y acumularon deuda por \$100,3 billones, que representó el 22% de la deuda del sector público (Cuadro 3.1). De este total, las empresas industriales y comerciales del Estado concentraron el 92,2% del total adeudado, mientras que las otras entidades (establecimientos públicos y entidades financieras), participaron con el 7,8%. De tal forma, el análisis de este capítulo se centralizará en las empresas por ser en la actualidad las que reflejan mayor volumen de endeudamiento y mayores riesgos. Solamente las cuatro primeras del orden nacional (Ecopetrol, Reficar, ISA e Isagén) adeudan \$60 billones y cinco territoriales (EPM, Metro de Medellín, TGI, EEB y UNE- EPM) \$20 billones. El resto de empresas y entidades deben \$20,3 billones (Cuadro 3.1).

Cuadro 3.1

Saldos de la deuda y participación de las empresas públicas
Cifras en billones de pesos y porcentajes

Empresas	2014			Participación %	2015			Participación		% Total de la deuda pública acumulada
	Interna	Externa	Total		Interna	Externa	Total	%	Acumulado	
Ecopetrol	3,74	18,09	21,83	30,01	3,64	34,41	38,05	37,94	37,9	8,4
Refinería de Cartagena	1,11	11,98	13,09	18,00	1,11	14,87	15,98	15,93	53,9	11,9
Isagen	2,69	0,65	3,34	4,59	2,94	0,69	3,63	3,62	57,5	12,7
ISA	1,51	0,44	1,95	2,68	1,86	0,51	2,37	2,37	59,9	13,2
Oleoducto Central	-	1,20	1,20	1,64	-	1,57	1,57	1,57	61,4	13,6
E.S.P. Gecelca 3 S.A.S.	0,46	-	0,46	0,63	0,92	-	0,92	0,92	62,3	13,8
URRA	0,44	-	0,44	0,60	0,41	-	0,41	0,41	62,7	13,9
Bioenergy Zona Franca	0,38	-	0,38	0,52	0,38	-	0,38	0,38	63,1	14,0
TranSelca	0,36	-	0,36	0,50	0,38	-	0,38	0,38	63,5	14,1
E.S.P. Gecelca S.A	0,10	0,22	0,32	0,44	0,37	0,29	0,67	0,67	64,2	14,2
Colombia Telecomunicaciones	-	0,15	0,15	0,21	-	0,50	0,50	0,50	64,7	14,2
Total Nacional	10,78	32,73	43,52	59,82	12,02	52,85	64,87	64,67	64,7	16,3
EPM	2,60	5,98	8,58	11,80	3,16	6,23	9,38	9,35	74,0	17,5
Metro de Medellín	5,39	0,10	5,49	7,55	5,57	0,09	5,66	5,64	79,7	18,4
TGI	0,90	2,04	2,94	4,04	1,18	2,71	3,89	3,88	83,5	18,9
EEB	-	1,98	1,98	2,72	-	2,56	2,56	2,55	86,1	19,3
UNE - EPM ESP.	1,26	-	1,26	1,73	1,76	-	1,76	1,76	87,8	19,6
Emcali	1,16	0,01	1,17	1,61	1,12	0,01	1,13	1,13	89,0	19,7
ETB	-	0,53	0,53	0,73	-	0,53	0,53	0,53	89,5	19,8
EAAB	0,40	-	0,40	0,55	0,38	-	0,38	0,38	89,9	19,9
Colombia Móvil (TIGO - UNE)	-	0,14	0,14	0,19	0,50	0,97	1,47	1,46	91,3	20,2
Total Territorial	11,71	10,78	22,49	30,92	13,67	13,09	26,76	26,68	91,3	20,2
Otras entidades (Estapúblicas y Sector Financiero Público)	2,77	3,97	6,74	9,27	3,21	5,46	8,68	8,65	100,0	22,1
Deuda Empresas y Entidades	25,26	47,49	72,75	100,0	28,90	71,41	100,31	100,0		

Fuente: CGR, CDEFP

Del monto adeudado, las empresas nacionales alcanzaron en 2015 un total de \$71,41 billones (8,9% del PIB), de los cuales \$58 billones correspondieron a la deuda externa y \$13,38 billones a la interna. La deuda externa fue la más significativa dentro de los resultados presentados durante 2015, cubriendo el 81,2%. El incremento de la deuda frente a la vigencia anterior llegó a los \$23 billones, concentrado en créditos y emisiones externos por \$21,82 billones y endeudamiento interno por \$1,24 billones.

Una buena parte de la variación en los saldos se debió a hechos económicos como la devaluación del peso colombiano, que impactó el saldo de la deuda externa de las empresas por un monto de \$13 billones, siendo las más afectadas Ecopetrol S.A., y Reficar S.A., donde la primera de ellas, además de sufrir este efecto, incrementó su deuda por nuevos desembolsos durante 2015 por \$8,41 billones, lo que la convirtió en una de las más endeudadas en el total de empresas (Cuadro 3.2).

Cuadro 3.2

Saldos de la deuda externa de las empresas y ajuste por variación en tasa de cambio
Cifras en Billones de pesos

Empresa	Saldo 2014	Ajuste tasa de cambio	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses y comisiones	Saldo 2015
Ecopetrol	18.092,1	8.067,7	8.408,6	156,9	1.376,3	34.411,6
Reficar	11.982,8	3.737,8	-	847,7	272,4	14.873,0
Ocensa	1.196,2	378,5	-	-	23,9	1.574,7
Isagen	651,7	79,1	13,0	57,1	50,5	686,7
ISA	436,9	124,8	-	48,8	3,0	512,9
Gecelca	222,4	70,4	-	-	11,3	292,8
Total muestra	32.582,3	12.458,3	8.421,5	1.110,5	1.737,5	52.351,7
Otras entidades	3.633,19	760,99	2.451,69	1.140,93	414,15	5.673,47
Total	36.215,49	13.219,31	10.873,23	2.251,43	2.151,63	58.025,13

Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

La deuda interna de éstas empresas representó el 18,7% del total, siendo el sector energético el que registró la mayor concentración, caracterizado por el endeudamiento con bancos comerciales colombianos y acuerdos de pago constituidos por las empresas con el Gobierno Nacional.

Del total adeudado por las empresas, la mayor participación se registró en las mineras, de energía eléctrica y las entidades del sector financiero. Estas participaron con el 78%, 12% y 6%, respectivamente, del total de endeudamiento de las empresas nacionales. El sector minero se concentró en las empresas que pertenecen al Grupo Empresarial Ecopetrol S.A., lo que hace más relevante su situación crediticia.

3.2.1 Ecopetrol S.A.

Las empresas del Grupo Empresarial de Ecopetrol, registraron un incremento importante en el endeudamiento. Ecopetrol S.A. registró una deuda de \$38 billones, seguida de la Refinería de Cartagena con \$15,98 billones, el

Oleoducto Central con \$1,57 billones, Bioenergy y Bioenergy Zona Franca con \$488 mil millones de deuda local y PropilcoS.A con \$27 mil millones (Cuadro 3.3). Frente al cierre de 2014, la deuda de las empresas se incrementó en \$19,43 billones, principalmente debido al incremento que registró la deuda externa, que pasó de \$36,6 billones a \$56,12 billones, con un aumento significativo resultado de la emisión y contratación en 2015 de la estatal petrolera y del efecto que causó la variación de la tasa de cambio en la contratación vigente del sector (Cuadro 3.3).

Cuadro 3.3

**Deuda de las empresas del grupo Ecopetrol S.A.
Cifras en miles de millones de pesos**

	2014			2015		
	Deuda interna	Deuda externa	Total	Deuda interna	Deuda externa	Total
Ecopetrol	3.739,0	18.092,1	21.831,1	3.641,9	34.411,6	38.053,5
Reficar	1.109,6	11.982,8	13.092,4	1.109,6	14.873,0	15.982,6
Ocensa	-	1.196,2	1.196,2	-	1.574,7	1.574,7
Bioenergy	116,4	-	116,4	107,3	-	107,3
Bioenergy Zona Franca	379,8	-	379,8	381,3	-	381,3
Propilco	-	71,8	71,8	-	28,0	28,0
Total	5.345	31.343	36.688	5.240	50.887	56.127

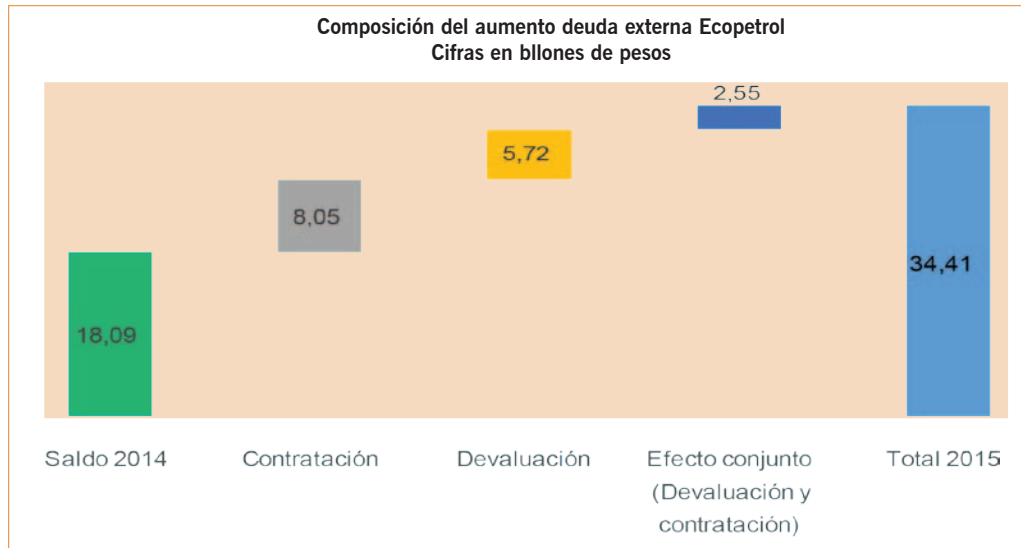
Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

La deuda externa de Ecopetrol se elevó en 2015 en \$16,3 billones con respecto al 2014, de los cuales \$8,1 billones fue resultado de la devaluación y \$8,2 billones por préstamos netos (desembolsos menos amortizaciones) que financiaron su déficit que para el 2015 ascendió a \$13,8 billones (1,7% del PIB).

Para 2015 el incremento por tasa de cambio alcanzó los \$7,27 billones debido, principalmente, al efecto neto de la devaluación por \$5,72 billones, nuevas contrataciones por \$8,05 billones y al efecto conjunto de estas dos variables por \$2,55 billones, para un incremento en el saldo total de \$16,32 billones (Gráfico 3.1).

En esta vigencia la entidad emitió bonos en el mercado internacional por US \$1.500 millones y firmó un contrato de empréstito externo con JP Morgan, BNP Paribas, Mizuho, Bank of American, Santander, Citibank, HSBC y el BBVA por US\$1.925 millones, con un plazo de cinco años. Estos recursos se destinaron a los planes de inversión de la empresa (Cuadro 3.4.).

Gráfico 3.1



Fuente: CGR, CDEFP

Cuadro 3.4

Emisiones externas de Ecopetrol

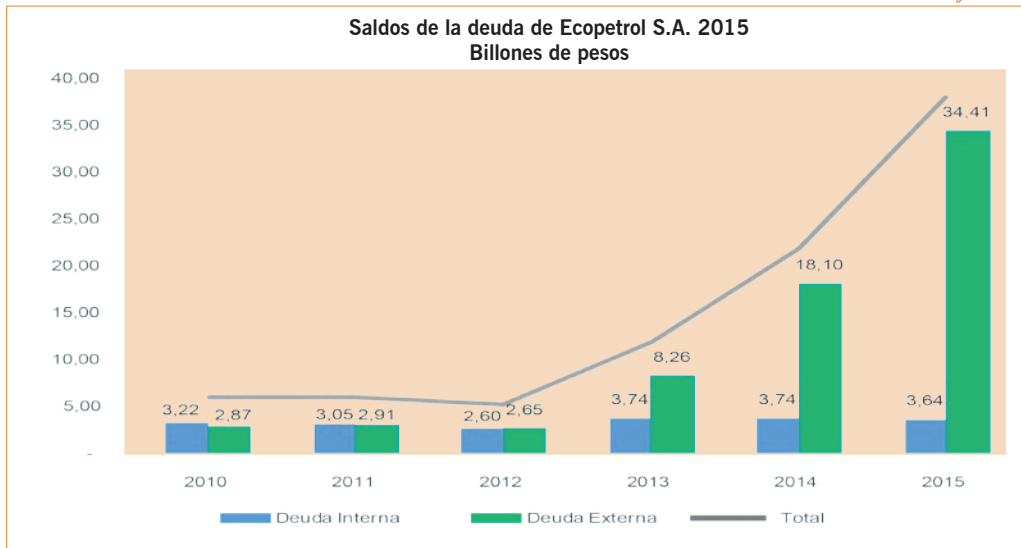
Millones de dólares

Prestatario	Prestamista	Monto	Objeto	Amortización	Plazo	Intereses
Ecopetrol	Jp Morgan, Bnp Paribas, Mizuho, Bank Of America, Santander, Citibank, Hsbc, Bbva	1.925	Financiar el plan de Inversiones de la compañía, los nuevos negocios que apruebe la Junta Directiva, los costos financieros (fees, comisiones, entre otros) asociados a las mismas operaciones y propósitos corporativos generales que incluyen capital de trabajo, entre otros.	Al vencimiento	5 años	LIBOR 6M + 1,40%
Ecopetrol	Tenedores de bonos	1.500		Al vencimiento	11 años	FIJA +5,3750%
Total		3.425				

Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

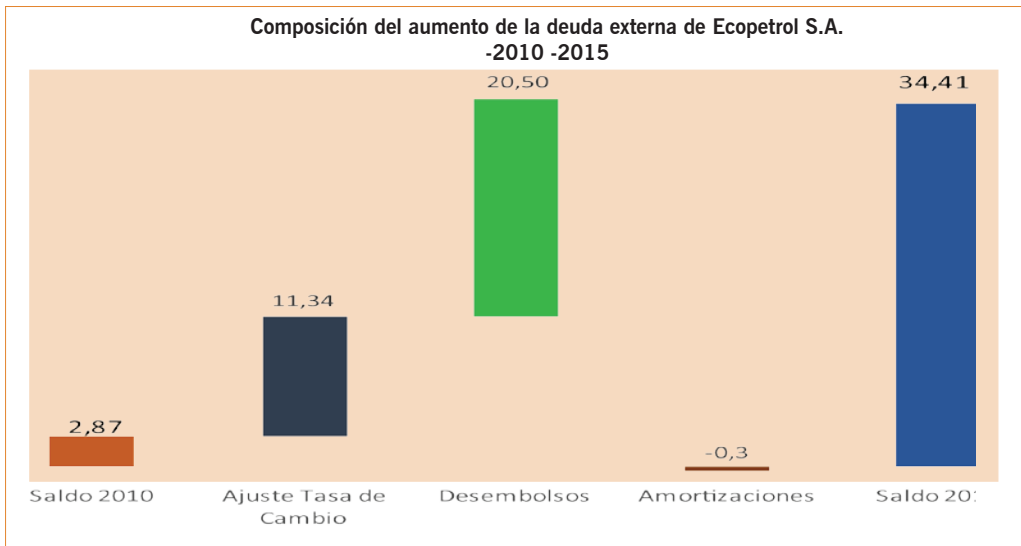
Pero el incremento de la deuda de la empresa no se dio solo en 2015, en los últimos cinco años la entidad incrementó su endeudamiento en \$32 billones, al pasar de \$6,10 billones en 2010 a \$38 billones en 2015, con un crecimiento porcentual de 523%, siendo más representativo el endeudamiento entre 2013 y 2015 (Gráfico 3.2). El nuevo endeudamiento de Ecopetrol S.A. con emisión de bonos le permitió ampliar los plazos de vencimientos, con lo cual las amortizaciones de corto plazo hasta 2018 se redujeron (Gráfica 3.3), mientras que el grueso de los pagos a capital se encuentran programados entre 2018 y 2020.

Gráfico 3.2



Fuente: CDCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Gráfico 3.3

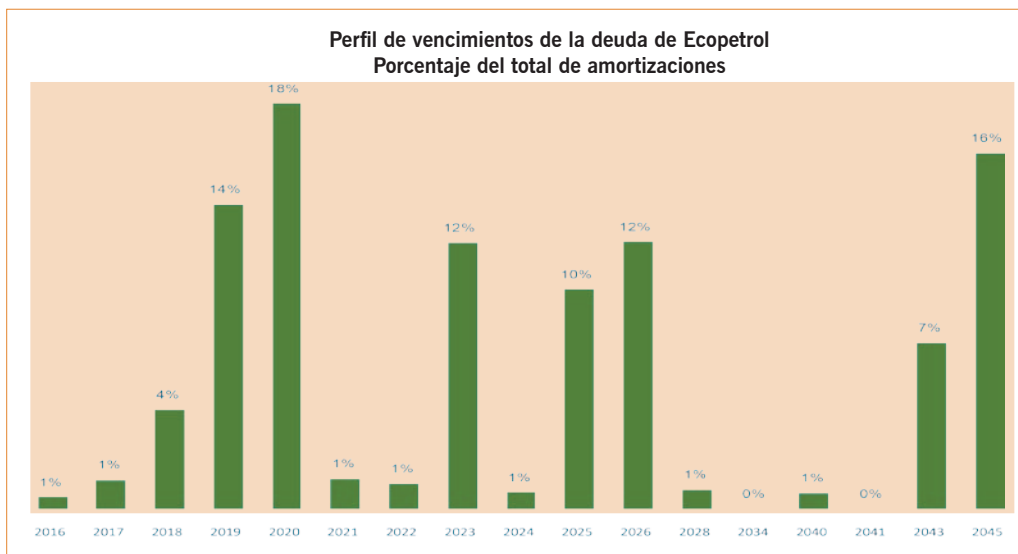


Fuente: CDCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Un efecto importante en la deuda de Ecopetrol S.A. se originó en la devaluación del peso, que produjo incrementos por \$11,34 billones en el lapso 2010 - 2015 (Gráfica 3.3).

El perfil de endeudamiento de Ecopetrol es de largo plazo y tiene la ventaja de diluir en el tiempo los vencimientos de la deuda concentrándose en algunos años específicos, que le permiten el retorno de las inversiones en la medida que la exploración y producción petrolera aumente. Esto quiere decir que dada la fortaleza de la Empresa y las inversiones realizadas entre 2014 y 2015¹⁶, se requiere un mayor endeudamiento en 2016 para continuar los programas de expansión ante un flujo de caja disminuido (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4



Fuente: CGR, DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

- El perfil se proyectó con datos dispuestos por la CGR a 31 de diciembre de 2015
- No incluye créditos a corto plazo.

Se evidencia entonces que la empresa debe generar retornos a mediano plazo con el fin de aliviar las presiones sobre el flujo de caja de la entidad que cubran en los años de mayores necesidades de apalancamiento de la nueva inversión y los costos por pago en servicio de deuda, en especial para los años 2019 y 2020, donde se concentran los mayores vencimientos de la deuda (Gráfico 3.4).

•• 16 La Utilidad neta del periodo a 31 de 2015, fue negativa por \$3,08 billones, teniendo en cuenta el contexto internacional y la influencia de la adopción de las NIIF en los estados financieros.

3.2.2 Refinería de Cartagena (Reficar) S.A.

Desde hace unos años, la Contraloría General de la República viene registrando la evolución de la deuda del proyecto de modernización de la Refinería de Cartagena (Reficar), debido a su crecimiento en corto plazo¹⁷. Recientemente, la CGR publicó un informe de auditoría¹⁸ de la empresa donde da cuenta de los costos y el mayor financiamiento del proyecto. De tal forma, en el presente informe se concentrará sobre el financiamiento de la empresa y su incidencia sobre las finanzas de Ecopetrol S.A. por las garantías otorgadas y, en últimas, sobre las finanzas del Gobierno Nacional.

La Refinería de Cartagena se financió a través de la banca internacional en 2011, mediante la figura de la estructura “Project Finance”¹⁹. Este es un modelo de financiación de obras de gran envergadura, en el que el acreedor recupera su inversión crediticia con los flujos de efectivo e ingresos futuros del proyecto, teniendo como garantía los activos del mismo. Adicional a los términos comunes de los créditos, se firmaron acuerdos de depósito y seguridad, de garantía de pago del servicio de la deuda y préstamos de garantía subordinados, por parte de la administración del proyecto y por su patrocinador en este caso Ecopetrol S.A.

En 2011 se firmaron cinco créditos por US\$3.500 millones con varias entidades financieras internacionales y luego entre 2013 y 2014 se contrataron US\$ 1.265 millones adicionales (Cuadro 3.5). Los créditos contaron con la garantía de construcción y servicio de la deuda firmada por Ecopetrol S.A. Esta garantía se hizo efectiva en 2014 a través de los denominados créditos subordinados²⁰, “Construction Support”, que se destinaron para cubrir los costos y gastos necesarios para terminar la fase de construcción y puesta

•• 17 CGR, Informes sobre la situación de la deuda para los años 2012, 2013 y 2014.

18 CGR, Ampliación de la Refinería de Cartagena. www.contraloria.gov.co

19 Project Finance: Este tipo de estructura tiene las siguientes características generales:

1. Tiene diversas formas jurídicas tales como contratos, depósitos y garantías
2. Intervienen el patrocinador del proyecto o sponsor, los prestamistas o instituciones financieras y en algunos casos el gobierno.
3. Se debe constituir una unidad económica separada y distinta de los promotores, dedicada a construir y operar el proyecto que existirá durante la ejecución del mismo, llamada specialPurpose Vehicle SPV.
4. La capacidad del patrocinador no está determinada por sus activos, si no por el flujo de efectivo del proyecto.
5. El objetivo de esta estructura es que un proyecto se financie por sí mismo y en caso de incumplimiento jurídicamente se persiguen los activos del proyecto y no del promotor _ (sponsor)

en marcha de la refinería; y el contrato “DebtService Garantes”, dirigido a cubrir el capital principal, los intereses y los gastos relacionados con la financiación del proyecto. Estos créditos se firmaron por montos de US\$ 252 millones, US\$ 764 millones y US\$ 249 millones, respectivamente (Cuadro 3.5). La garantía aprobada por Ecopetrol S.A. cubrió US \$3.500 millones, que correspondieron al monto total los créditos, que será efectiva en los casos en que la refinería presente déficit y no pueda cumplir con el servicio de la deuda.

Cuadro 3.5

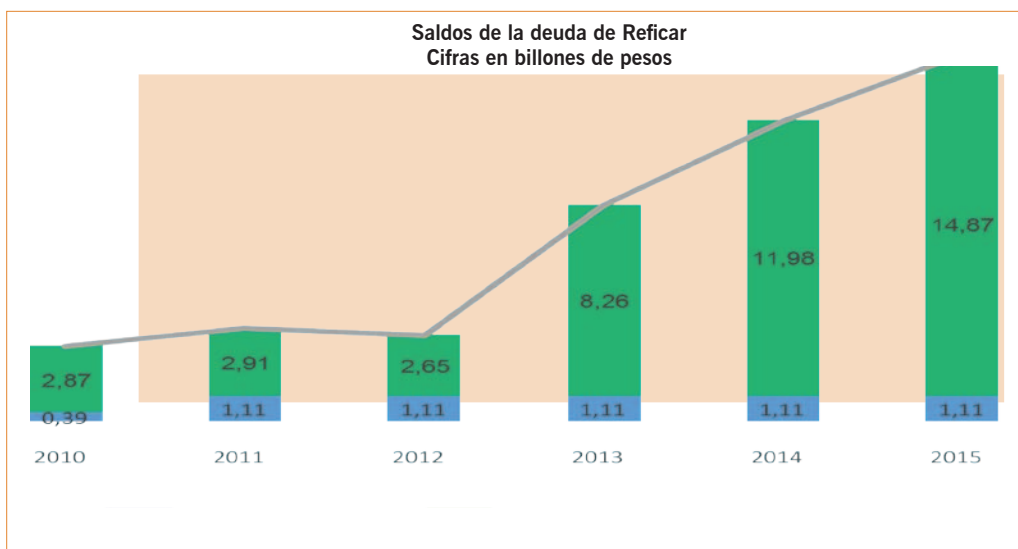
Contratos de crédito de la Refinería de Cartagena

Crédito externo	Monto contratado Millones de dólares	Saldo final 2015 Millones de dólares
Créditos con la Banca Internacional		
US EXIM Garantizado-HSBC	100,00	87,15
SACE- Sumitomo, BBVA, BoT	210,00	183,02
Comercial-Sumitomo, BBVA, BoT, HSBC	440,00	401,50
SEK-EKN-HSBC	100,00	84,16
US EXIM Directo USD\$ 2,650 millones	2.650,00	2.309,48
Créditos Subordinados		
Subordinated Loan Agreement-ECP Capital AG	400,00	400,00
Construction Support SLA 2013-ECP Capital AG	252,00	252,00
Construction Support SLA 2014-ECP Capital AG	764,00	764,00
Debt Service Guarantee SLA 2014-ECP Capital AG	249,00	241,06
Total	5.165,00	4.722,37
Crédito interno	Monto contratado Millones de Pesos	Saldo final 2015 Millones de Pesos
Contrato de Empréstito-Ecopetrol	1.133.466	1.109.626
Total saldo deuda interna en millones de dólares		352,54
Total Externa e interna en millones de dolares		5.074,91

Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

El endeudamiento del proyecto entre 2010 y 2015 se incrementó en 390%, al pasar de una deuda de \$3,26 billones a \$15,98 billones (Gráfico 3.5). Esto correspondió a los costos crecientes del proyecto, los cuales pasaron de un presupuesto de US\$ 2.784 millones a US\$ 8.015 millones entre 2008 y 2015. Adicionalmente la refinería no entró en funcionamiento en su totalidad en las fechas previstas, lo cual generó pérdidas en la entrada en producción.

Gráfico 3.5



Fuente: CDCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Esos mayores costos se solventaron mediante la participación del grupo Ecopetrol S.A., que invirtió en el proyecto, a través del presupuesto (CAPEX)²⁰, una suma que alcanzó los US \$1.583 millones al cierre de 2015. Este monto incluyó aportes para el pago por servicio de la deuda por US \$378 mil millones, como los recursos otorgados a través de los créditos subordinados (Cuadro 3.6).

Cuadro 3.6

**Aportes del Grupo Empresarial Ecopetrol S.A.
Millones en dólares**

	Saldo 2014	Saldo 2015
Aportes 2014 -CAPEX 2014	590,0	
Aportes 2015 -CAPEX 2015		722,0
Aportes 2015 -Arranque		194,0
Aportes 2015 - Servicio de la deuda		378,0
Aportes Refinería Existente		289,0
Total	590,0	1.583,0

Fuente: Reficar S. A.

En total la deuda de la Refinería de Cartagena pasó de \$13,09 billones en 2014 a \$15,98 billones en 2015, cuyo resultado fue representado en la deuda externa por \$14,87 billones y en la interna por \$1,10 billones. Cabe

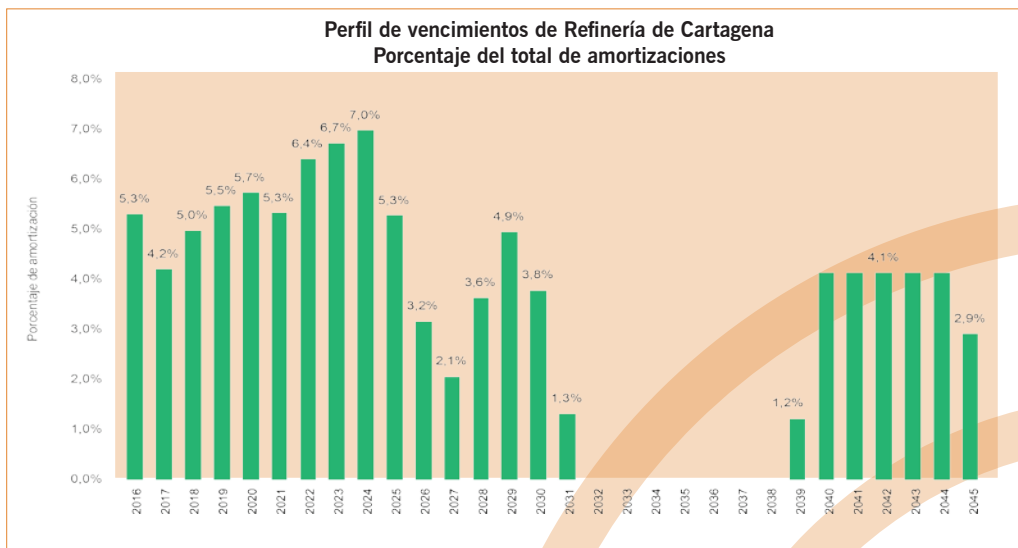
•• 20 CAPEX: Capital Expenditures: Significa Inversión en capital

señalar que para la vigencia 2015, la empresa no contrató nuevos créditos y mantuvo el endeudamiento con la banca internacional y Ecopetrol S.A., como garante de la deuda. Sin embargo, la deuda de la empresa se vio afectada por la devaluación²¹ por mantener un 93% de los contratos en dólares.

En cuanto al servicio de la deuda, la Refinería amortizó a créditos externos la suma de \$847,6 mil millones y pagó por concepto de intereses y comisiones \$272,4 mil millones. En la deuda interna se cancelaron intereses por \$474 mil millones. Teniendo en cuenta que los recursos destinados para intereses se consideran InterestDuringConstruction, son financiados con crédito subordinado con filial de Ecopetrol S.A. y la financiera Capital AG.

Finalmente, el perfil de vencimientos de la deuda de Reficar muestra una fuerte concentración de pagos entre 2015 y 2027, donde se dan los vencimientos por concepto de amortizaciones e intereses de los créditos de la banca internacional; y entre 2041 y 2045, cuando se vencen los créditos subordinados con Ecopetrol S.A. AG (Gráfico 3.6).

Gráfico 3.6



Fuente: CDCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

•Se realizó el perfil con datos dispuestos por la Contraloría a 31 de diciembre de 2015

- 21 De acuerdo al contexto crediticio de la entidad, existe un contrato de fiducia mercantil y un “Security and Depositary Agreement”, en los cuales los ingresos de la nueva Refinería serán depositados en cuentas de concentración que tendrán propósitos específicos tales como gastos de operación, servicio de la deuda, entre otros; En el evento de incumplimiento por parte de la empresa de sus obligaciones, los recursos depositados en las cuentas que forman el patrimonio autónomo y de las cuentas controladas en el exterior serán utilizados para el repago del servicio de la deuda

El mayor riesgo futuro radica en los ingresos esperados y las necesidades de cubrir el servicio de la deuda. La empresa tiene previsto pasar de producir 80.000 barriles promedio diarios (bpd) a 165.000 bpd; sin embargo, es de mencionar que los retrasos en ejecución, así como su plena puesta en marcha hasta 2016, generaron efectos económicos adversos en la rentabilidad esperada.

3.2.3 Empresas del Sector Eléctrico

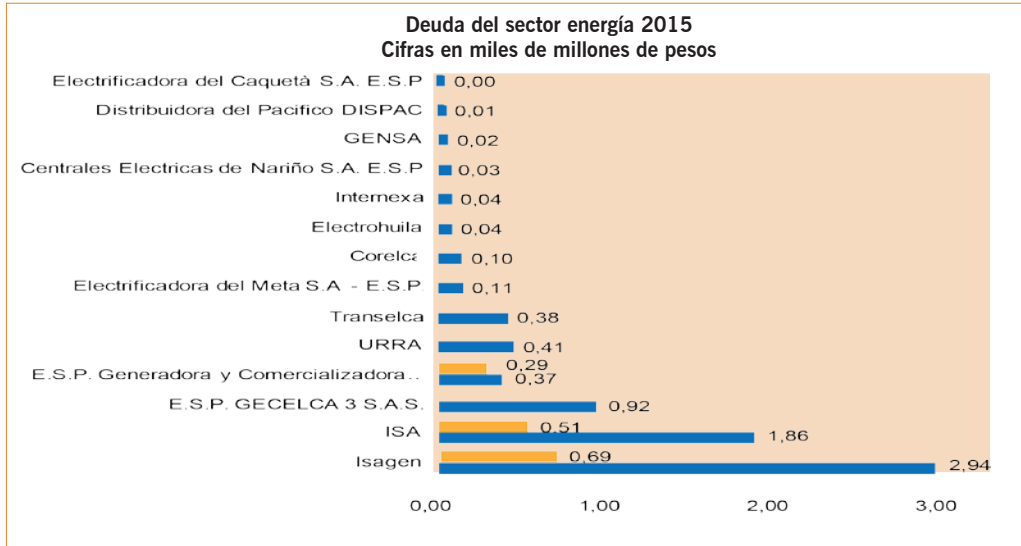
El endeudamiento registrado por las empresas del sector eléctrico ascendió a \$8,72 billones, de los cuales \$7,23 billones fueron deuda interna y \$1,49 billones deuda externa. En 2015 se efectuaron contrataciones de empréstitos de la Electrificadora del Huila, Centrales Eléctricas de Nariño, Gestión Energética (Gensa), Transelca S.A. e Interconexión Eléctrica ISA, estas dos últimas integrantes del Grupo Empresarial ISA. Adicionalmente, fueron firmados dos préstamos de corto plazo por ISA y la Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe (Gecelca).

Con relación al año anterior, la deuda de este sector se incrementó en \$1,58 billones, de los cuales se asumió \$1,40 billones en deuda externa, resultado que obedeció principalmente a la variación en tasa de cambio así como la nueva contratación de deuda.

En este sector es importante el monto de endeudamiento que presentó Interconexión Eléctrica ISA por \$2,37 billones, teniendo en cuenta que se registró, además de su deuda, las garantías que la entidad ha otorgado a sus filiales en Perú, Bolivia, Chile y Costa Rica. También se encuentra Isagén S.A por \$3,26 billones²². Por último, se anota que solo tres empresas del sector poseen financiamiento externo, ISA S.A, Isagén S.A. y Gecelca S.A. (Gráfico 3.7).

•• 22 Se destaca en este caso, que la empresa se privatizó en enero de 2016.

Gráfico 3.7



Fuente: CDCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Por su parte, Isagén S.A. pagó en 2015, por concepto de intereses, \$267 mil millones en deuda interna y \$47 mil millones en deuda externa, además de amortizaciones de este último tipo por \$57 mil millones. Los créditos vigentes que registró Isagén S.A. en 2015, por \$3,2 billones, se concentraron en deuda interna (\$2,9 billones), mientras la deuda externa ascendió a \$686 mil millones (Cuadro 3.7).

Cuadro 3.7

Contratos de crédito de ISAGEN	
Deuda Externa / Prestamista	Saldo 31 diciembre 2015 (millones)
Power Financial Trust LTD	\$367.049,8
Banco Santander Central Hispano	\$178.270,8
Japan Bank for International Cooperation	\$141.378,0
Total	\$686.698,58
Deuda Interna / Prestamista	Saldo 31 diciembre 2015 (millones)
Bonos de deuda pública interna 7 años	\$198.856,00
Bonos de deuda pública interna 10 años	\$279.394,00
Bonos de deuda pública interna 15 años	\$371.750,00
Leasing Bancolombia S.A	\$67.466,45
Leasing Bancolombia S.A	\$16.757,26
Bancolombia	\$490.590,00
Banco de Bogotá	\$245.295,00
Banco Davivienda	\$245.295,00
Banco Popular	\$98.118,00
Banco de Occidente	\$107.929,80
Banco Agrario	\$78.494,40
Banco BBVA	\$68.682,60
HELM Bank	\$68.682,60
Banco Corpbanca	\$58.870,80
Banco AV Villas	\$53.964,90
Bancolombia	\$120.000,00
Banco de Bogotá	\$120.000,00
Banco Davidienda	\$250.000,00
Total	\$2.940.146,81

Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

3.2.4 Indicadores financieros de las empresas nacionales

Debido al aumento de la deuda de empresas minero energéticas en los últimos años, se hace necesario evaluar su impacto en la situación financiera de las empresas. Esto permite identificar posibles fuentes de vulnerabilidad que trasmitan y amplifiquen choque externos. En particular, es importante examinar la deuda y su relación con la situación financiera de las empresas con los mayores niveles de endeudamiento, según algunos indicadores de liquidez y de endeudamiento.

La deuda financiera, según los saldos registrados por la CGR, representó a 2015 el 38% de los activos de Ecopetrol S.A. y el 87,5% del su patrimonio. Para Reficar, la deuda representó el 60% de los activos y el 174% del patrimonio. Para empresas como ISA, el nivel de deuda, con respecto al activo y el patrimonio, fue menor (Cuadro 3.8). Lo que implica mayor solvencia de estas últimas empresas.

Cuadro 3.8

Indicadores de endeudamiento y liquidez
Porcentajes

Entidad	1. Deuda/Activos (%)		2. Pasivos/Activos (%)		3. Deuda/Patrimonio (%)		4. Pasivos/Patrimonio (%)		3. Razón ácida	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Ecopetrol*	24,0	38,0	47,3	56,7	45,5	87,8	89,7	131,2	0,92	1,13
Ecopetrol**	19,7	30,9	55,3	63,2	44,1	84,1	123,8	171,9	1,05	0,96
Reficar	66,7	60,0	70,7	65,6	227,8	174,3	241,6	190,4	0,80	0,43
Bionergy	40,8	25,8	48,9	43,4	80,0	45,5	95,9	76,6	0,10	0,12
Bionergy ZF	70,1	56,7	76,5	69,2	298,4	184,1	326,0	224,6	2,22	0,21
ISA	7,6	8,4	59,2	59,5	18,7	20,8	145,2	146,8	1,61	1,30
Isagen	44,6	39,9	55,4	58,6	99,3	96,5	123,3	141,6	1,33	1,30

Fuente: DCEF- Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas

Si a la deuda financiera se le agregan otras obligaciones con el fin de tener el total de pasivos y se contrastan con los activos²³ y el patrimonio²⁴, se observan mayores niveles de apalancamiento como en Bionergy Zona Franca, Reficar y Grupo Ecopetrol S.A. (Cuadro 3.8). Con respecto a la capacidad de los activos (sin inventarios) para cubrir los pasivos de corto plazo, denominada razón ácida, se observaron condiciones adecuadas de liquidez en Ecopetrol S.A., ISA e Isagén, y menores activos para cubrir los pasivos en el Grupo Empresarial Ecopetrol S.A. y Reficar, este último con una reducción significativa entre el 2014 y el 2015 (Cuadro 3.8). En otras palabras la empresa en el corto plazo podría tener dificultades con el pago de sus pasivos si las condiciones económicas actuales se mantienen, como los precios internacionales del petróleo.

- 23 Razón de deuda: Pasivo total / Activo total. Para los acreedores de una empresa es preferible ver una razón de deuda baja debido a que existe una mayor protección para pérdidas para los acreedores si la firma se declara en quiebra. Este indicador señala la capacidad que tiene la empresa para cubrir el total de sus obligaciones. Se considera que un endeudamiento menor al 60% indica capacidad de la empresa para contraer más obligaciones y un endeudamiento mayor muestra que le puede dificultar el otorgamiento de más financiamiento.

En cuanto a Reficar, una vez inicie la actividad de producción y ventas, y genere los flujos de caja necesarios podrá afrontar el servicio de deuda en el corto y largo plazo, que le permita garantizar el cubrimiento de la deuda con sus propios activos, sin comprometer la deuda garantizada por Ecopetrol S.A. y, en últimas, a la Nación como garante de última instancia.

3.2.5 Empresas del Sector financiero

El endeudamiento total del sector financiero para 2015 fue de \$4,26 billones, de los cuales correspondieron \$4,22 billones a la deuda externa y \$35.700 millones de deuda interna. Con relación al año anterior, el sector financiero aumentó en \$1,13 billones su endeudamiento, principalmente debido a la contratación de deuda externa del Icetex y Findeter, además del efecto que sumó la variación en tasa de cambio.

La deuda más representativa del sector financiero, como prestatarios, está Banco de Comercio Exterior (Bancoldex) con \$1,18 billones; Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter) con \$2,27 billones y el Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios en el Exterior (Icetex) con \$765 mil millones. Se destacó la contratación de Findeter con el Banco Interamericano de Desarrollo (IDB) por US\$100 millones, con destino al programa de fortalecimiento fiscal y del gasto en inversión pública en Barranquilla, con garantía de la Nación.

3.2.6 Empresas descentralizadas de infraestructura y transporte

El sector transporte está representado principalmente por la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), Invías, Satena y la Aeronáutica Civil. La deuda de estas entidades estuvo constituida por una deuda interna de \$560 mil millones, \$61 mil millones más que en 2014, y un incremento del 0,56%. La variación se originó principalmente en el aumento que registró la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), que pasó de \$366 mil millones a \$457 mil millones, contrarrestado con la disminución que presentaron Invías, Satena y la Aeronáutica Civil. Cabe señalar que este sector no presentó nuevo endeudamiento en 2015 y la mayoría del mismo corresponde a acuerdos de

- 24 Razón deuda/Patrimonio: Expresa la relación que existe dentro de la estructura de capital entre los recursos proporcionados por terceros y los fondos propios. El valor recomendable es alrededor de 1 o 100%. Si esta relación fuera superior se estaría frente a una situación de dificultad para la obtención de nuevas fuentes de financiamiento. Un valor mayor a 100% indica que la empresa podría presentar dificultades para obtener capital durante una restricción en el mercado de dinero. Este índice mide únicamente las proporciones de la estructura financiera y no es indicativo de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones crediticias.

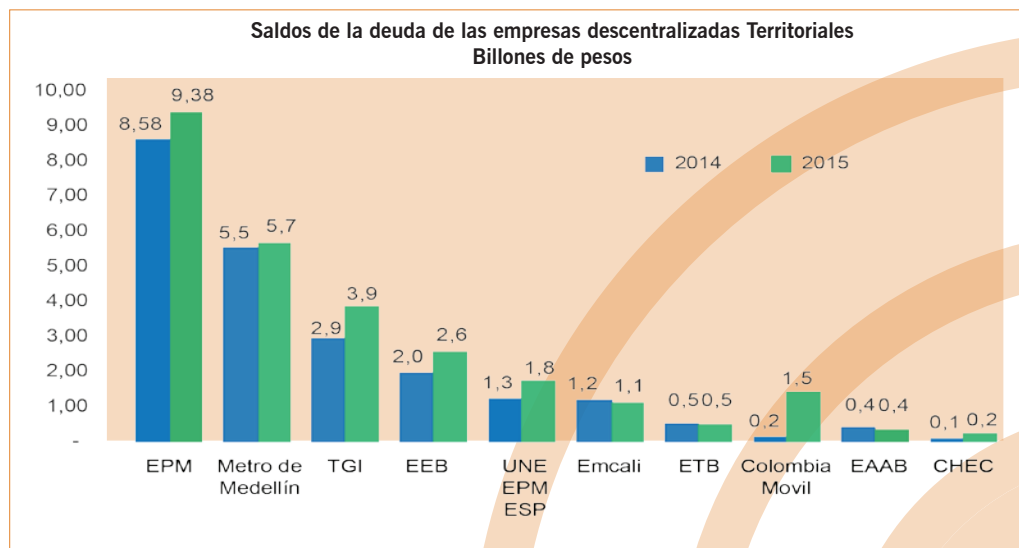
pago con la Nación por créditos del Tesoro Nacional, muchos de los cuales se debieron al pago de sentencia y conciliaciones, asunciones de la deuda externa e interna y compra de aviones en el caso de Satena.

3.3 Empresas descentralizadas del nivel territorial

Estas empresas tuvieron un comportamiento similar al registrado por las empresas del orden nacional, en el sentido de que debieron apalancar la creación de infraestructura en un mayor endeudamiento y que el cubrimiento del mismo depende del retorno de las inversiones que se ejecutaron en los últimos años.

El endeudamiento de las empresas territoriales en 2015 llegó a \$28,5 billones (3,5% del PIB). La deuda se concentró en tres de las empresas del departamento de Antioquia: Empresas Públicas de Medellín (EPM), el Metro de Medellín (ETMVA), UNE-EPM y Colombia Móvil filial de la misma. Le siguieron en importancia la Empresa de Energía (EEB) y la Transportadora de Gas Internacional (TGI) del grupo empresarial de la EEB. Posteriormente, se ubicaron las Empresas Municipales de Cali (Emcali) S.A y la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB). Estas empresas totalizaron el 93% de la deuda de las empresas descentralizadas territoriales (Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8



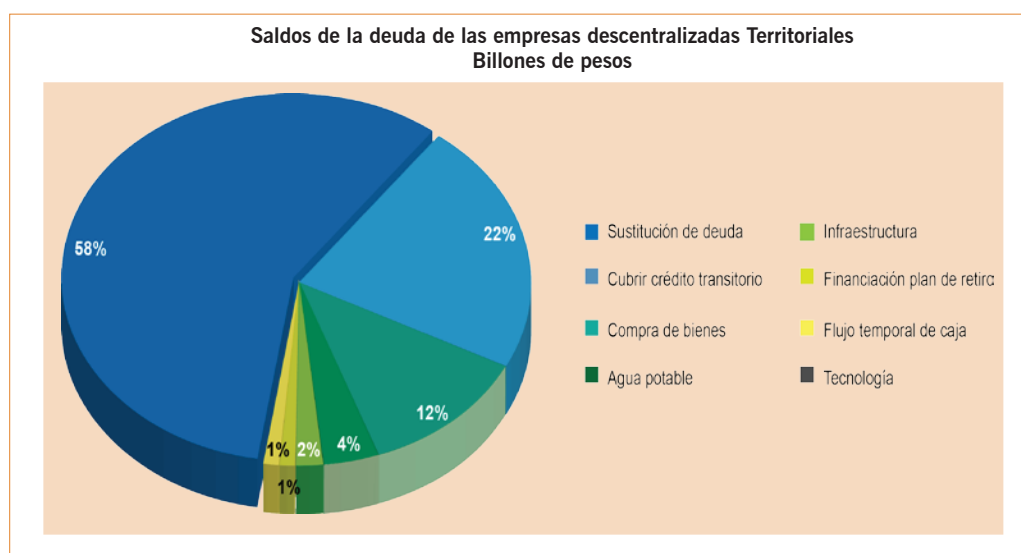
Fuente: CGR, Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas, DCEF.

Informe sobre la Situación de la Deuda Pública

Con relación al año anterior, la deuda de las empresas territoriales creció un 18,5%, equivalente a \$4,4 billones, al pasar de \$24 billones en 2014 a \$28,5 billones en 2015, explicado por la nueva contratación de deuda, los desembolsos de créditos anteriores, acuerdos de pago con la Nación en el caso del Metro de Medellín (ETMVA) y por la variación de tasa de cambio en la deuda externa.

Los recursos de endeudamiento de las empresas territoriales fueron destinados para inversión en agua potable y saneamiento básico, infraestructura vial, leasing financiero y adquisición de bienes y servicios. Sin embargo, la mayor parte de los recursos se concentraron en gestión de la deuda como la sustitución, refinanciación y cubrimiento de créditos anteriores adquiridos por las empresas, así como extender el plazo de vencimiento de créditos a través de créditos transitorios (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.9



Fuente: CGR, Contraloría Delegada para Economía y Finanzas Públicas, DCEF.

Se destacó también el endeudamiento registrado por las Empresas Públicas de Medellín (EPM), que pasó de una deuda de \$2,60 billones en 2014 a \$3,16 billones en 2015 por los recursos obtenidos a través de la emisión de bonos locales y préstamos con la banca comercial que fueron desembolsados en la vigencia. Le siguió el Metro de Medellín que aumentó su deuda por intereses corrientes de \$1,1 billones causados a la deuda, en un movimiento autorizado según lo acordado entre la Nación, el departamento de Antioquia

y el municipio de Medellín, firmado el 21 de mayo de 2004²⁵, al pasar de \$5,39 billones a \$5,57 billones. También se destaca la empresa UNE EPM, con un registro de deuda de \$1,76 billones, \$510 mil millones más que el año anterior; las Empresas Municipales de Cali con deuda con la Nación por \$1,12 billones; la Transportadora de Gas Internacional con \$1,18 billones de créditos con la banca comercial colombiana, leasing financiero y crédito intercompañía con la Empresa de Energía de Bogotá perteneciente al mismo grupo empresarial y, por último, otras empresas que sumaron \$1,97 billones, dentro de las cuales se encuentra la deuda adquirida por la Hidroeléctrica de Caldas (CHEC) en diciembre de 2015 para financiar su plan de inversiones y la de la Empresa de Acueducto de Bogotá por \$380 mil millones.

La deuda externa se concentró en las Empresas Públicas de Medellín con un registro de \$6,23 billones y un incremento del 3%, con respecto al 2014, cuyos recursos se destinaron a proyectos como la Central Hidroeléctrica Porce III, el saneamiento del Río Medellín, infraestructura, planes de inversión, desarrollo social y la Hidroeléctrica de Ituango, además de un nuevo crédito por US \$1.000 millones con un grupo de bancos internacionales encabezados por The Bank Of Tokio. Le siguió el Metro de Medellín con \$90 mil millones en créditos en dólares y euros, que aún mantiene con la banca alemana (KfW) y la banca española (ICO) con vencimiento en 2024, que paga directamente la nación asumiendo los costos por variación en tasa de cambio y luego se los suma en pesos a la deuda por acuerdo de pago con la entidad que tiene vencimiento en 2087.

La Transportadora de Gas Internacional registró una deuda de \$2,71 billones en emisión de bonos, con un aumento de \$950 mil millones frente a 2014 por efecto de variación de tasa de cambio, adiciones y cancelaciones por conversión de moneda; le siguió la empresa de Energía de Bogotá, que pasó de tener una deuda externa por \$1,98 billones a \$2,56 billones, en un incremento únicamente dado por efecto devaluación y, por último, la deuda de otras empresas con menores niveles de endeudamiento que sumó \$1,62 billones, destacando que todas presentaron una variación nominal al alza por devaluación de la moneda local frente al dólar y solo se dio la firma de nueva contratación por parte de EPM.

- 25 El acuerdo firmado establece que la deuda pagada por la nación a la fecha de firma se convertirá a la moneda legal colombiana a la tasa representativa del mercado vigente en dicha fecha y empezará a causar a partir de la misma y hasta el pago total, intereses del 5% efectivo anual, una tasa fija, liquidado con base en un año de 360 días y mes de 30 días. Lo que significa que los montos pagados por la nación aumentarán inmediatamente el saldo de la deuda de la entidad y empezarán a causar intereses del 5% que el departamento de Antioquia y el Municipio de Medellín deberán reintegrar a la Nación.

3.3.1 Empresas telecomunicaciones

Las empresas que componen este sector sumaron un endeudamiento por un valor de \$1,06 billones, que representan el 1,49% de la deuda total de las empresas nacionales. De dicho monto correspondió \$103 mil millones de deuda local, \$100 mil millones a Metrotel Redes S.A. y \$2,0 mil millones al canal regional Teveandina. Por otra parte, la deuda externa registró \$965 mil millones en créditos de Colombia Telecomunicaciones TIGO, la cual, al fusionarse con UNE EPM, entró a convertirse en entidad pública y auditada por la Contraloría General de Medellín. Los créditos de esta entidad se firmaron con MilliconSpainS.L y Millicon International Operations y entraron a registro en el 2015.

La deuda total se incrementó en \$823 mil millones frente al año anterior, teniendo en cuenta las operaciones de crédito externas registradas por Colombia Móvil TIGO y el ingreso de los créditos de Colombia Móvil con un endeudamiento de \$965 mil millones con MilliconSpain.

3.3.2 Indicadores de las empresas territoriales

Los saldos de deuda de las empresas territoriales a 2015 presentan con respecto a los activos indicadores del orden del 10,2%, como en la E.T.B., o niveles de endeudamiento mayores como TGI del 38,2%. Con respecto al patrimonio, la deuda equivale a cerca del 22%, como en la EEB y la ETB, o casi el 100% como en TGI (Cuadro 3.9).

Cuadro 3.8

Indicadores de endeudamiento y liquidez Porcentajes

Entidad	1. Deuda/Activos (%)		2. Pasivos/Activos (%)		3. Deuda/Patrimonio (%)		4. Pasivos/Patrimonio (%)		3. Razón ácida	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
EPM	23,9	22,4	51,8	55,1	49,5	50,0	107,1	122,8	1,23	0,67
EEB	14,5	16,8	26,5	25,8	19,7	22,6	36,1	34,8	0,92	0,35
ETB	10,4	10,2	41,0	53,5	17,7	21,8	69,9	114,4	2,31	1,22
TGI	39,3	38,2	60,4	60,9	99,3	98,0	152,4	156,0	6,15	5,44

Fuente: Estados Financieros y Cálculos CDEFP.

Si se agregan otras obligaciones a la deuda de algunas empresas territoriales, se obtienen pasivos que superan el 50% de los activos, exceptuando a EEB, o que superan el 100% del patrimonio (Cuadro 3.9).

Se observa un deterioro en la liquidez de EPM y EEB para 2015, en la medida en que los activos de corto plazo no cubrieron las obligaciones a menos de un año (Cuadro 3.9). En contraste, si bien TGI presentó los mayores índices de endeudamiento, contó con elevados niveles de liquidez para afrontar los pagos de deuda en el corto plazo (Cuadro 3.9).

La capacidad de pago de la deuda de estas empresas dependerá de la generación de ingresos que permitan cubrir el servicio de la deuda, respaldando los pasivos con las inversiones realizadas y los activos consolidados. En algunas empresas es importante mejorar la gestión de la liquidez, ya que compromete la capacidad de renovar la deuda para futuras inversiones a un menor costo de financiamiento, como en el caso de EPM y EEB.

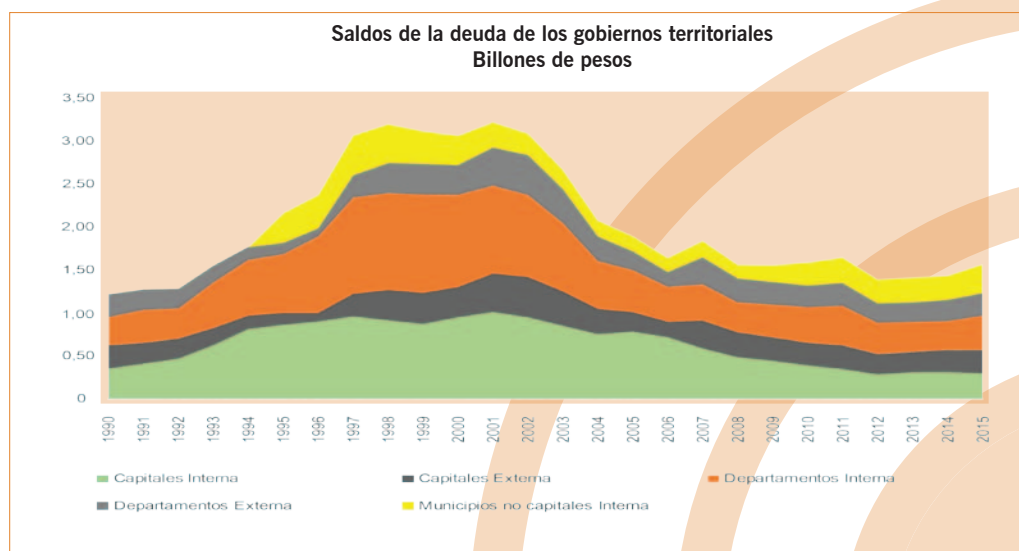
Capítulo 4 Deuda de los gobiernos territoriales

4.1 Resultados de deuda en las Entidades Territoriales.

El nivel territorial del sector público total está conformado por un nivel central, integrado por los gobiernos de los departamentos, distritos y municipios; y un nivel descentralizado del cual hacen parte los establecimientos públicos, empresas industriales y comerciales, sociedades de economía mixta, entre otros, pertenecientes a las entidades territoriales. En los siguientes acápites se presenta el estado de la deuda pública de los gobiernos territoriales (departamentos, distritos y municipios).

La deuda de estos gobiernos se había mantenido estable entre el 2012 y el 2014, en torno al 1,2% del PIB (Gráfico 4.1), debido a los balances superavitarios registrados en la mayoría de unidades de gobierno. Los gobiernos territoriales presentaron en 2015 un incremento de la deuda del 0,2 p.p. del PIB, vinculado de un lado al déficit registrado en los departamentos, municipios y capitales, y por otro lado, por efecto de la devaluación del peso. En 2015 el déficit de los gobiernos locales fue del 0,4% del PIB, destacándose los de las capitales y los municipios.

Gráfico 4.1



Fuente: CGR, CDEFP

La devaluación, por su parte, elevó los saldos de la deuda externa en \$0,81 billones, lo que se aminoró con la reducción de la deuda por \$0,24 billones debido a que las amortizaciones de este tipo de deuda fueron superiores a los nuevos desembolsos. Pero el mayor incremento estuvo relacionado con la deuda interna que tuvo como origen las mayores contrataciones para financiar el mayor gasto de los gobiernos territoriales en su último año de administración.

4.2 Estructura en la deuda de las regiones

La deuda pública de los gobiernos territoriales mantuvo la composición registrada en 2014, correspondiente a 75% en deuda interna y 25% en externa. La deuda interna presentó un incremento de 17,9% (\$1,26 billones) frente al monto de 2014, registrando un saldo final por \$8,29 billones. Por su parte, la deuda externa pasó de \$2,32 billones a \$2,73 billones, resultado en el cual tuvo efecto la devaluación del peso colombiano, dado que el saldo de la deuda en dólares presentó una reducción de US\$ 101 millones (10,5%), al pasar de US\$968,92 a US\$867,61 entre 2014 y 2015 (Cuadro 4.1).

Cuadro 4.1

Saldo de la deuda del nivel central territorial Cifras en Billones de pesos y porcentajes

Entidad	Billones de pesos				Variación		% del PIB			
	2012	2013	2014	2015	Absoluta	%	2012	2013	2014	2015
Externa	1,68	1,85	2,32	2,73	0,41	17,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Departamentos	0,14	0,21	0,40	0,59	0,19	47,7	0,0	0,0	0,1	0,1
Capitales	1,55	1,64	1,92	2,14	0,22	11,7	0,2	0,2	0,3	0,3
Interna	6,20	6,78	7,03	8,29	1,26	17,9	0,9	1,0	0,9	1,0
Departamentos	2,41	2,49	2,52	3,17	0,66	26,1	0,4	0,4	0,3	0,4
Capitales	1,92	2,22	2,38	2,41	0,03	1,4	0,3	0,3	0,3	0,3
No Capitales	1,87	2,07	2,14	2,70	0,57	26,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Total	7,88	8,63	9,35	11,02	1,67	17,9	1,2	1,2	1,2	1,4

Fuente: CGR, sobre información de las Contralorías Territoriales y las entidades.

Al cierre de la vigencia 2015, los G.T. con mayor endeudamiento fueron Antioquia (\$1,44 billones), Bogotá (\$1,36 billones), Medellín (\$1,19 billones), Cundinamarca (\$0,58 billones) y Barranquilla (\$0,5 billones). Los mayores saldos de la deuda se dieron en Medellín (\$189.148 millones) y el departa-

mento de Antioquia (\$139.974 millones), mientras que la ciudad de Cartagena terminó de amortizar en su totalidad el capital adeudado por \$50.300 millones (Cuadro 4.2), en un hecho que se dio junto con el incremento de la deuda interna por aproximadamente \$120.000 millones.

El mayor incremento en el saldo de la deuda interna se presentó en el departamento de Antioquia (\$0,41 billones), seguido por Medellín (\$0,17 billones), Bello (\$0,13 billones) y los departamentos del Cesar (\$0,12 billones) y Cundinamarca (\$0,11 billones). También sobresalieron con incrementos superiores a \$50.000 millones, los departamentos de Bolívar y Casanare, así como las ciudades de Barrancabermeja, Barranquilla, Bucaramanga, Cartagena, Montería, Soacha y Yumbo.

En cuanto a la deuda externa, cuatro departamentos y tres ciudades capitales registraron saldos, entre los cuales Bogotá, Medellín y el departamento de Antioquia concentraron aproximadamente el 94%, con participaciones de 49%, 29% y 16%, respectivamente (Cuadro 4.2).

Cuadro 4.2

Deuda externa nivel central territorial Millones de pesos y porcentajes

Entidad Territorial	2014	2015	Variación		Participación
			Absoluta	%	
Bogotá D.C.	1.255.156	1.339.942	84.786	6,8	49,0
Municipio de Medellín	606.345	795.493	189.148	31,2	29,1
Departamento de Antioquia	291.378	431.351	139.974	48,0	15,8
Departamento de La Guajira	57.682	105.003	47.321	82,0	3,8
Departamento de Cundinamarca	30.265	35.022	4.757	15,7	1,3
Departamento del Cesar	20.575	19.369	-1.206	-5,9	0,7
Municipio de Cali	6.412	6.330	-81	-1,3	0,2
Distrito Turístico Cultural Cartagena de Indias	50.290	0	-50.290	-100,0	0,0
Total externa	2.318.102	2.732.512	414.409	17,9	100,0

Fuente: CGR-CDEFP.

En 2015 tan solo se registraron nuevos desembolsos de deuda externa en tres entidades territoriales; i) Antioquia (62.989 millones) con destino a la financiación de las rutas de vida, accesibilidad veredal, mantenimiento y rehabilitación de vías secundarias y otros proyectos de inversión relacionados con el Plan de Desarrollo “Antioquia Educada”; ii) La Guajira (\$40.943 millones) para inversión en proyectos de servicios de agua potable y saneamiento básico (BIRF); y iii) Bogotá (\$2.929 millones) para el desarrollo de programas sociales.

En el caso de los departamentos de Antioquia y La Guajira los desembolsos fueron superiores a las amortizaciones por \$15.212 millones y \$11.874 millones, respectivamente. Para La Guajira hay que agregar el incumplimiento en 2013 y 2014 de los límites del gasto establecidos en la Ley 617 de 2000, lo cual no fue obstáculo para los nuevos desembolsos obtenidos en 2015.

4.3 Indicadores de deuda territorial

Con el propósito de analizar la situación de la deuda de las entidades territoriales se construyeron indicadores para 2015, con base en lo establecido en la Ley 358 de 1997 (Artículo 2) y las normas que la modifican. El primero fue el Saldo de la deuda/ Ingresos corrientes. Los resultados se ubicaron en niveles inferiores al 80% establecido como límite por la Ley (Cuadro 4.3), que establece que existe capacidad de pago cuando el indicador se ubica por debajo de ese nivel²⁶.

Cuadro 4.4

Indicadores de la deuda territorial departamentos Porcentajes

Departamento	Deuda/ Ingresos Corrientes	Amortización/nuevos desembolsos
Antioquia	71,9	25,6
Atlántico	19,5	42,4
Bolívar	20,5	8,7
Cesar	32,0	8,2
Córdoba	51,9	39,5
Cundinamarca	49,5	43,8
La Guajira	31,3	29,0
Meta	16,8	-
Santander	37,5	33,6
Tolima	26,7	207,1

Fuente: CCGR y CHIP. Cálculos CDEFP. Ejecución de ingresos (recaudos)

El segundo indicador calculado para este grupo es una medida de la dinámica de la deuda, analizada a través de la relación amortización/nuevos desembolsos. Los resultados fueron inferiores al 100% (con excepción de los departamentos del Tolima y Meta que no recibieron desembolsos), lo cual evidencia que los departamentos renovaron la deuda existente y financiaron gasto con deuda nueva.

•• 26 Ley 358 de 1997, artículo 6.

En el caso de las capitales, siete de ellas concentran los mayores montos de deuda, con Bogotá a la cabeza con un monto de \$1,4 billones (dentro de este grupo la menor deuda fue la registrada por Villavicencio con \$94.000 millones). Para este grupo el indicador de capacidad de pago de la deuda también presentó niveles inferiores al considerado como crítico (80%), donde Barranquilla presentó el mayor registro con 53,4% (Cuadro 4.4).

Cuadro 4.5

Indicadores de la deuda territorial ciudades capitales Porcentajes

Ciudades capitales	Deuda / Ingresos Corrientes	Amortización/nuevos desembolsos
Barranquilla	53,4	56,9
Bogotá	15,1	2.684,0
Bucaramanga	41,9	6,9
Cartagena	23,9	58,6
Medellín	46,0	-
Cali	11,1	-
Villavicencio	31,6	34,6

Fuente: CCGR y CHIP. Cálculos CDEFP. Ejecución de ingresos (recaudos)

En cuanto a la relación Amortización/nuevos desembolsos, solo Bogotá presentó un valor superior al 100%, donde las amortizaciones fueron significativamente superiores a los nuevos desembolsos; mientras que Medellín y Cali no registraron desembolsos. En el resto del grupo los desembolsos superaron las amortizaciones efectuadas.

Finalmente, para los municipios no capitales señalados anteriormente, en 2015 tres presentaron montos de deuda superior a \$100.000 millones: Itagüí, Bello y Envigado (Gráfico 5.4), para los cuales el indicador de sostenibilidad se ubicó en 64%, 70,2% y 33,6%, respectivamente; mientras que en los tres casos la relación amortización/desembolsos presentó valores inferiores al 100% (92,1%, 18,4% y 80,3%, respectivamente). Dentro de ese grupo se destacaron los municipios de San Pedro de Urabá y San José de la Montaña, los cuales estarían presentando niveles de deuda insostenibles, dado que su relación Saldo de la deuda/ Ingresos corrientes arrojó resultados de 213% y 427% respectivamente, es decir, un nivel varias veces superior al máximo establecido por la Ley 358 de 1997.

En conclusión, los gobiernos centrales territoriales renovaron la deuda y financiaron gasto con deuda nueva (desembolsos mayores que las amortizaciones) mientras los montos actuales de la deuda son inferiores al 80% de sus respectivos ingresos corrientes, lo cual les permitiría cierta capacidad de endeudamiento. No obstante, para establecer la sostenibilidad de la deuda tendría que analizarse, adicionalmente, la proyección de los balances primarios y los gastos de intereses y el PIB de cada ente territorial.

Adicionalmente, el indicador de sostenibilidad de la deuda incorporado por la Ley 358 de 1997 es objeto de críticas debido a que, por ejemplo, incorpora dentro de los ingresos corrientes algunos recursos de capital, los cuales por su propia naturaleza no son estables, con lo cual su aplicación podría arrojar como resultado un nivel de sostenibilidad de la deuda que no se ajusta a la realidad.

De esta forma, si en los casos anteriores se deduce de los ingresos corrientes los valores correspondientes a Recursos del balance y los Rendimientos por operaciones financiera, se observaría incrementos de hasta más de 90 puntos porcentuales (en el caso del indicador del departamento de La Guajira), pasando en algunos casos de presentar una deuda sostenible (con la aplicación del indicador según los parámetros legales) a una situación de insostenibilidad de la misma (Departamentos de Antioquía, Cesar y La Guajira).

4.4 Factores que afectaron la deuda de las entidades territoriales

En las administraciones centrales territoriales los resultados de la deuda pública en la vigencia de 2015 fueron afectados por varios hechos que merecen resaltarse:

- i) el cambio de las administraciones locales y regionales; que aumentaron las contrataciones de la deuda en el último año de gobierno, como efecto del ciclo político.
- ii) el impacto de la caída en los ingresos por la reducción en las regalías como consecuencia de la caída en los precios del petróleo.
- iii) el efecto de la devaluación sobre los saldos y el servicio de la deuda externa de siete entidades territoriales, pues no tenían cobertura de riesgo sobre este tipo de deuda.

iv) el efecto en el recaudo de ingresos por el fenómeno de El Niño que afectó la actividad agropecuaria e industrial, especialmente sector eléctrico.

Estos hechos tuvieron mayor impacto en algunas regiones, por ejemplo la devaluación afectó la deuda en Antioquia y Medellín, pues se debieron pagar montos adicionales por el servicio de la deuda externa. Con ello los resultados fiscales también se vieron afectados, dado que se pasó de un superávit en la vigencia anterior a un déficit en el consolidado territorial.

En 2015 las administraciones regionales y locales se enfrentaron al cambio de dirigentes por la elección de Gobernadores y Alcaldes, quienes aceleraron la ejecución de inversiones durante el último año de gobierno, bajo dos hechos importantes, primero entregar resultados de ejecución presupuestal y segundo, en algunos casos para dejar comprometidos los presupuestos futuros. Lo anterior generó un mayor déficit fiscal en el último año de las administraciones; y, consecuente con ello, un mayor endeudamiento público.

Aunque la deuda del nivel central territorial es pequeña, (2,4% de la deuda del Sector Público Total) frente a los montos manejados en el nivel nacional, es importante señalar que para algunas entidades los saldos adeudados completaron su capacidad de pago (Ley 358 de 1997) y las ubicaron en semáforo en rojo, como el caso de los municipios de San José de la Montaña y San Pedro de Urabá (Antioquia). Para la CGR es importante que se preste atención a la situación financiera de cada una de las entidades territoriales a fin de determinar el riesgo fiscal de las mismas.

Capítulo 5

Perfil y servicio de la deuda del GNC

5.1 Servicio de la deuda del GNC

El incremento en el servicio de la deuda externa fue uno de los hechos relevantes en 2015, debido a la devaluación del peso que afectó considerablemente el presupuesto asignado para este fin, toda vez que las condiciones macro permitieron contar con una proyección más precisa en la programación presupuestal de la vigencia, aunque desde la CGR se había anunciado una posible sub estimación de la variable tasa de cambio. De hecho en los comentarios al proyecto de Presupuesto General de la Nación 2015, la contraloría había planteado que los supuestos estaban desfasados, pues se estimó una tasa de cambio de \$2.150 acorde al Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Posteriormente, en la modificación al plan financiero el CONFIS se redujo la proyección de la Tasa de cambio a \$1.980, lo cual generó una mayor brecha, dado que la tasa promedio de cambio para 2015 alcanzó los \$2.755 por dólar. Y se había estimado un déficit inicialmente de 2,4% que terminó siendo programado en 3,0%

Las actualizaciones en la proyección de las variables, llevó a realizar ajustes para cumplir con el servicio de la deuda externa e interna:

- i) Traslados del rubro servicio de la deuda interna a la externa;
- ii) Operaciones de manejo (canjes) mediante los cuales el Gobierno trasladó pagos a futuro reduciendo el servicio de la deuda interna en cerca de \$4,6 billones;
- iii) Prepago de la deuda interna por \$2,7 billones;
- iv) Movimientos presupuestales de traslado de otros recursos de capital (pérdidas de apropiación) a recursos del crédito externo, con lo cual se pudieron emitir bonos externos por US \$1.500 millones para financiar el presupuesto de 2016, y que desde su emisión entraron a causar intereses.

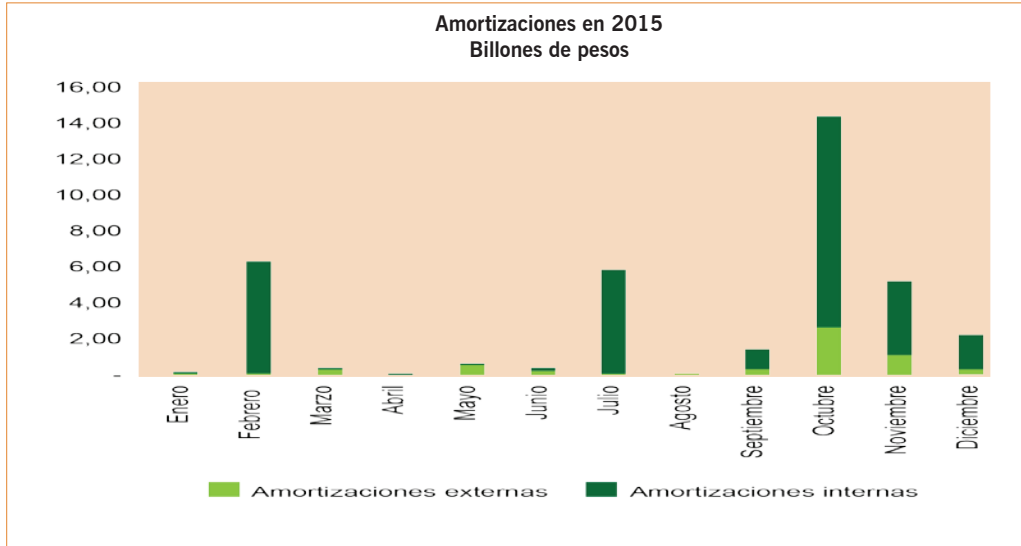
En el monto del servicio de la deuda del Gobierno Nacional hay diferencias entre las cifras de la CGR y las presupuestales registradas en el SIIF. La CGR reconoce todos y cada uno de los vencimientos y pagos de intereses que realiza la Nación, los cuales en 2015 ascendieron a \$58,11 billones (7,26% del PIB), que representó el 27,6% del presupuesto definitivo de 2015. En la ejecución presupuestal del servicio de la deuda existen algunas operaciones que la ley establece que no afectan presupuesto como las operaciones de manejo (canjes) y el servicio de los TES B emitidos para el ejercicio del control monetario que hace el Banco de la República.

La ejecución presupuestal del servicio de la deuda en el Presupuesto General de la Nación alcanzó un monto de \$45,6 billones, equivalente al 22,1% del total del presupuesto. La diferencia de cerca de \$12,6 billones se origina en: i) \$8 billones del servicio de los TES B de control monetario que se pagan con los recursos de las colocaciones depositados en cuentas remuneradas del Gobierno en el Banco de la República y cuyos intereses se encuentran a cargo del mismo, y; ii) por las operaciones de canjes de la deuda interna que en 2015 llegaron a \$4,6 billones cuyas operaciones.

El Gobierno Nacional cumplió con los pagos del servicio de la deuda, aunque debió recurrir a los instrumentos de manejo establecidos en el Decreto 2681 de 1993, reglamentario de la Ley 80 de 1993, para cubrir las necesidades de caja para realizar el roll over de la deuda, pues en esta vigencia, además de las nuevas emisiones, utilizó operaciones de canjes, prepagos, prefinanciamiento y emisiones de corto plazo.

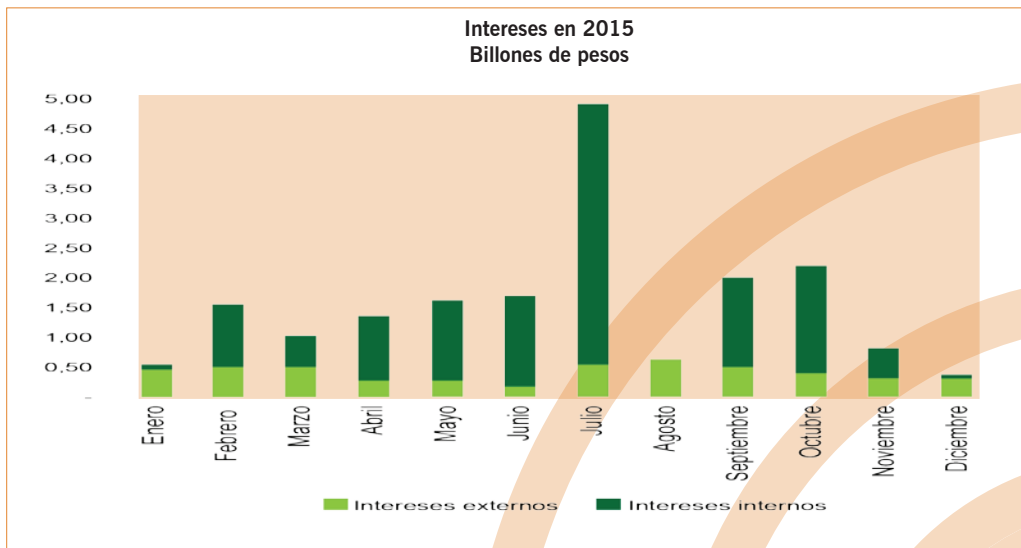
De hecho, en octubre realizaron pagos por \$16,7 billones (\$13,6 billones por amortizaciones internas) que pudieron ser objeto de aplazamiento, pero que el Gobierno decidió liberar al mercado sin ser compensados por nuevas emisiones como se muestra los gráficos 5.1 y 5.2.

Gráfico 5.1



Fuente: CGR, CDEFP

Gráfico 5.2



Fuente: CGR, CDEFP

En 2015 el servicio de la deuda externa del GNC sumó \$11,21 billones, de los cuales correspondieron \$6,06 billones (54,1%) al rubro de amortizaciones, \$5,12 billones (45,6%) a intereses y \$0,03 billones (0,3%) a comisiones y otros. Con respecto a 2014, el servicio de la deuda externa presentó un aumento de 34,4%, producto del incremento de \$1,56 billones en intereses y de \$1,29 billones en las amortizaciones (Cuadro 5.1). Cabe señalar que el monto amortizado fue superado ampliamente por los desembolsos ejecutados, dando como resultado una importación neta de capitales (desembolsos menos amortizaciones).

Cuadro 5.1

Servicio de la deuda externa del GNC					
Billones de pesos					
Rubro	2014	2015	Variación		Participación
			Absoluta	Porcentual	Porcentual
Amortizaciones	4,77	6,06	1,29	27,04	54,06
Intereses	3,56	5,12	1,56	43,82	45,67
Comisiones	0,02	0,03	0,01	50,00	0,27
Total	8,35	11,21	2,86	34,25	100,00

Fuente: CGR, CDEFP

El servicio de este tipo de deuda se cumplió de acuerdo con la programación establecida y las emisiones programadas para realizar el roll over de la deuda. Como se explicó anteriormente, el Gobierno estuvo dinámico en el manejo de este tipo de deuda para cubrir el desfase en la programación del servicio de la deuda externa, y en la realización de operaciones de manejo para mantener los niveles de deuda pero, además, para no presionar la tesorería (caja). Como resultado, los saldos de este tipo de endeudamiento se mantuvieron, salvo por el efecto nominal de la inflación sobre las emisiones en UVR.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó varias operaciones de manejo de deuda pública interna con el portafolio administrado por el Tesoro Nacional, que consistieron en intercambiar Títulos TES en pesos con vencimiento en 2015 y 2016, por nuevos TES denominados en pesos y UVR y vencimiento entre el 2017 y 2026 (Cuadro 5.2).

Cuadro 5.2

Operaciones de manejo de la deuda interna del Gobierno Nacional
Millones de pesos

TES Recibidos			
Vencimiento	Moneda	Cupón	Valor Nominal COP
28-oct-15	COP	8,00%	1.546.002
15-jun-16	COP	7,25%	4.575.737
Total			6.121.739
TES Entregables			
Vencimiento	Moneda	Cupón	Valor Nominal COP
17-may-17	UVR	4,25%	2.564.655
17-abr-19	UVR	3,50%	1.128.400
24-jul-20	COP	11,00%	726.379
10-mar-21	UVR	3,50%	1.077.390
07-may-25	UVR	3,50%	119.575
26-ago-26	COP	7,50%	381.500
Total			5.997.899

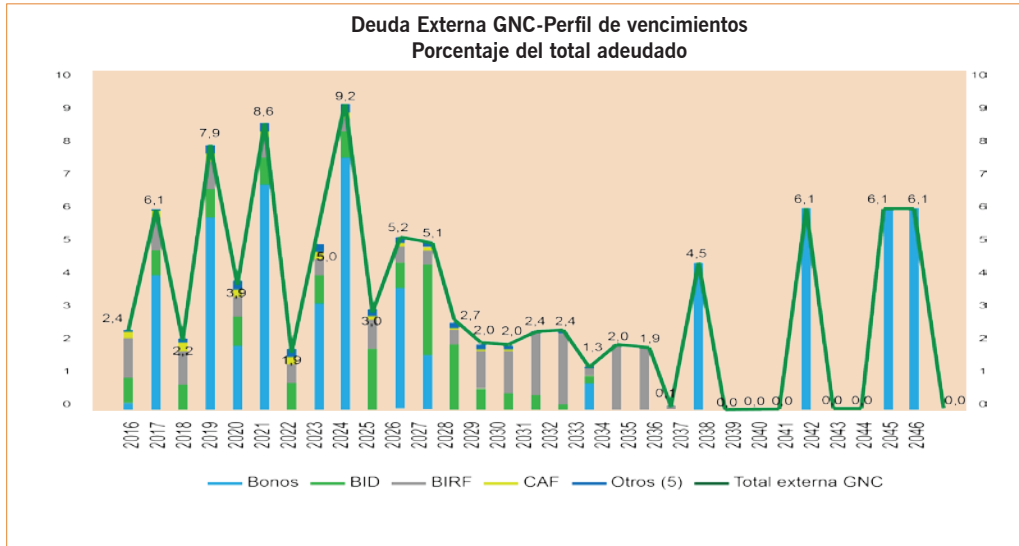
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Las operaciones alcanzaron un monto nominal de \$6,12 billones, lo que permitió disminuir el pago en amortizaciones de deuda para 2016 por \$4,57 billones (Cuadro 5.2), que a la vez se vieron reflejaron en menores necesidades de emisión de TES para ese mismo año, acorde con lo dispuesto en el Plan Financiero del Gobierno de diciembre 2015. Así mismo, realizó un prepagó por 2,7 billones de TES en octubre de 2015, que redujo la deuda interna.

5.2 Perfil de la deuda del GNC

Los vencimientos de deuda externa presentan los mayores pagos entre 2016 y 2024, registrando porcentajes entre el 8 y 9% del total adeudado externamente, para luego, entre 2038 y 2045, reducir esos porcentajes a 5% en 2027 y en adelante no superar el 3% (Gráfico 5.3). Al respecto, la estrategia del GNC se viene orientando en la búsqueda de financiamiento de largo plazo, con el fin de ampliar la vida media de los bonos externos emitidos (Conpes 3829). La encrucijada se encuentra en que los vencimientos de este tipo se crucen con los de la deuda interna y se generen presiones sobre la tesorería del gobierno nacional.

Gráfico 5.3

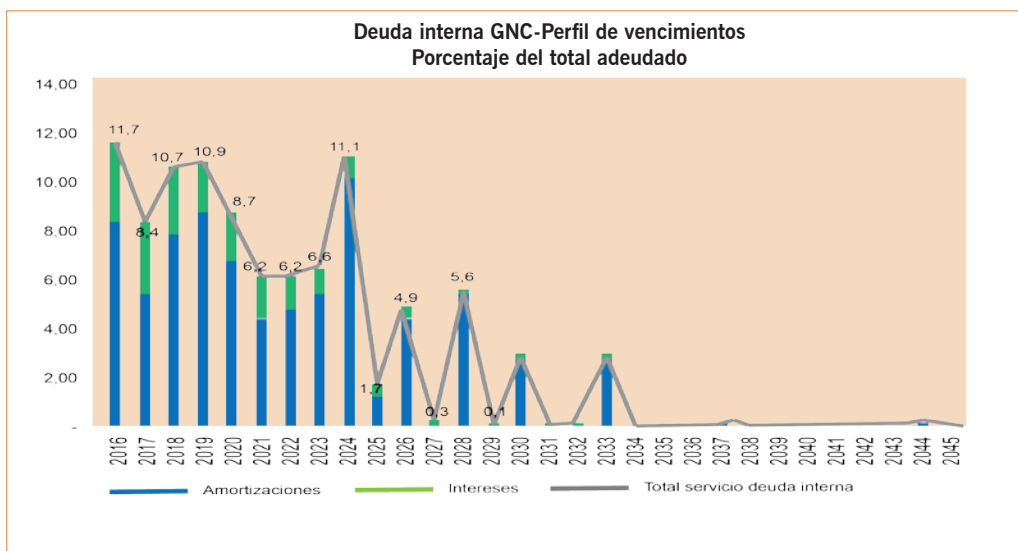


Fuente: CGR y Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Información a diciembre de 2015.

El servicio de la deuda interna del GNC presenta un perfil de vencimientos concentrando los mayores pagos durante el período 2016-2024, registrando porcentajes entre el 10% y 11% del total adeudado internamente, para luego ir reduciendo dichos porcentajes al 5% en el 2026 y 2027, (Gráfico 5.4). Al respecto, la estrategia del GNC, en cuanto a la deuda interna, se orientó a mejorar la vida media de los TES B, al expedir títulos a mayor tiempo y disminuir los picos de los próximos años. Ello se viene realizando a través de las políticas de canjes de títulos que regularmente ejecuta el Gobierno Nacional con miras a mejorar el perfil de este tipo de deuda.

No obstante, la concentración de pagos en el corto y mediano plazo implica un riesgo de caja por los mayores costos en el servicio de la deuda en la medida en que las colocaciones en los próximos años para sustituir los títulos que se vencen probablemente se realizaran con mayores tasas de interés.

Gráfico 5.4



Fuente: CGR, CDEFP

En conclusión, los vencimientos de la deuda se concentran en el corto y mediano plazo, sin que haya tenido efecto significativo la política de prepagos y canjes efectuados en estos años. De acuerdo con lo previsto en el Plan Financiero y el MFMP 2015, habrá un mayor endeudamiento en los dos próximos años que afectará el perfil de la deuda, trasladando los vencimientos de 2016 y 2017 a vigencias posteriores, con el mayor costo del endeudamiento público por efecto del desplazamiento de vencimientos en deuda interna y externa, que confluirán en 2020, 2022 y 2024, debido esto a un probable escenario con alza de las tasas de interés internacional y domésticas.

Capítulo 6

Sostenibilidad de la deuda

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, sin recurrir a refinanciamientos o acumular atrasos en sus pagos. De esta forma, la deuda es sostenible si un país puede generar los superávits primarios en el tiempo para cubrir los saldos e intereses de la deuda en el largo plazo²⁷. Dado que el Gobierno Nacional Central representa el 75,4% del total de la deuda del sector público, se tomará como la muestra representativa de la sostenibilidad.

El indicador utilizado para determinar la sostenibilidad es la relación deuda pública frente al PIB y se logra cuando dicho indicador es estable o disminuye 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 primario; iii) la tasa de cambio y; iv) los pasivos contingentes que deba asumir por las garantías²⁸. El indicador deuda a PIB crece cuando la tasa real de la deuda²⁹ supera la tasa de crecimiento de la economía, o cuando el Gobierno constantemente genera déficit primario, o bien, cuando la tasa de cambio se devalúa³⁰.

- 27 Es posible que se generen déficit primario. Por tanto, 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.

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

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

Donde Δb son los cambios en la deuda a PIB ($b_t - b_{t-1}$), n 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.

- 29 La tasa real de la deuda r_t se calcula así:

$$r_t = (1 - \alpha)r_t^D + \alpha r_t^* = \frac{(1 + i_t^D)}{(1 + \pi_t)} - 1 \quad r_t^* = \frac{(1 + i_t^*)(1 + e_t)}{(1 + \pi_t)} - 1$$

Donde α es la participación de la deuda externa en la deuda total, i_t^D es la tasa interés nominal de la deuda interna, i_t^* la tasa interés nominal de la deuda externa, e_t la devaluación nominal promedio y π_t la inflación

- 30 El detalle de la ecuación de sostenibilidad en el Informe de la situación de la deuda 2014.

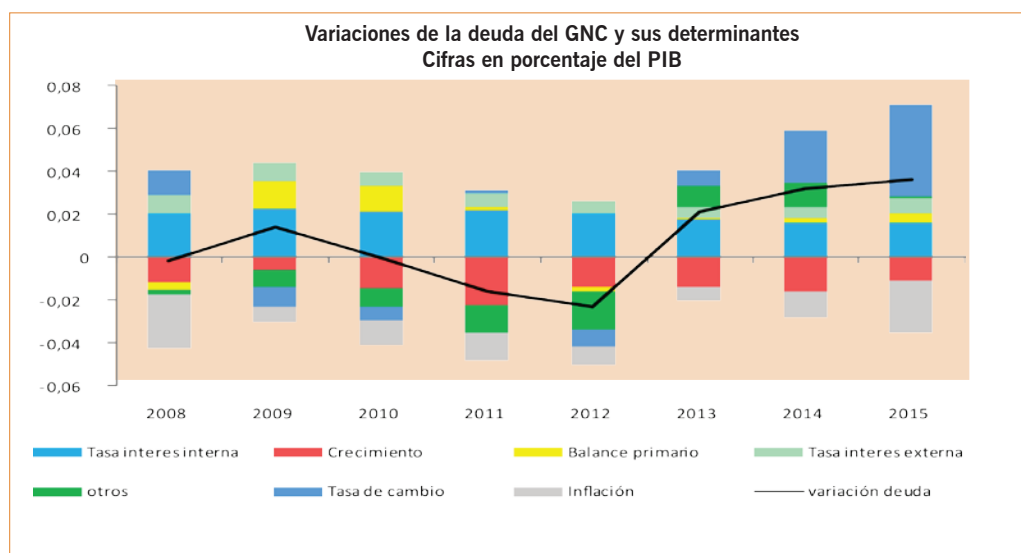
Informe sobre la Situación de la Deuda Pública

Con base en lo anterior, se presenta, en primera instancia, la contribución de cada una de estas variables en el cambio de la deuda a PIB del Gobierno Nacional Central en 2015 se evalúan luego las condiciones macroeconómicas que se requerían para estabilizar la deuda en 2016 y se realiza un ejercicio prospectivo para los años siguientes, contrastándolo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo.

Si el déficit fiscal se descompone en el pago de interés y el balance primario (ingresos menos gastos sin intereses), el incremento del 3,6 p.p. del PIB del gobierno nacional en 2015 se explicaría por:

- i) Devaluación de la tasa de cambio 3,9 p.p. del PIB.
- ii) Tasa de interés real interna, 1,7 p.p. del PIB
- iii) Tasa real externa, 0,7 p.p. del PIB.
- iv) Déficit primario. 0,5 p.p. del PIB
- v) Efecto neto de operaciones de deuda³¹ y otros factores, -2,1 p.p. del PIB³².
- vi) Crecimiento económico -1,1 p.p. (Gráfico 6.1).

Gráfico 6.1



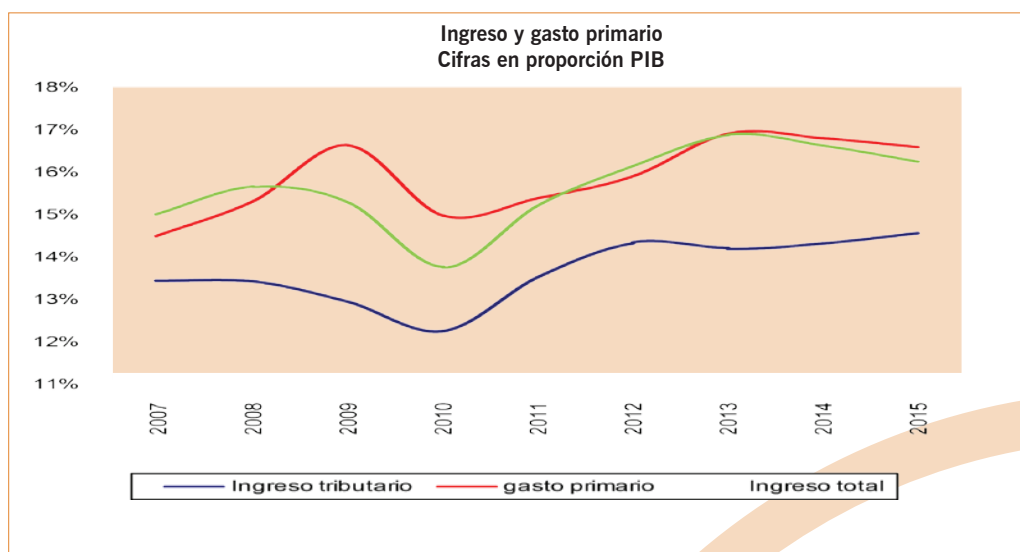
Fuente: CGR, CDEFP

•• 31 Prefinanciamiento con bonos externos para la vigencia fiscal 2016, la emisión de TES para cubrir las pérdidas del Banco de la República y los prepagos.

32 Prefinanciamiento con bonos externos para la vigencia fiscal 2016, la emisión de TES para cubrir las pérdidas del Banco de la República y los prepagos.

Con respecto al déficit fiscal y su descomposición en el pago de intereses y el balance primario es importante señalar lo siguiente. El aumento del pago de interés de la deuda se elevó en 2015, especialmente en externa, mientras el balance primario fue deficitario en 0,5% del PIB, contribuyendo al aumento de la deuda, resultado del exceso del gasto (sin intereses) sobre los ingresos del Gobierno. Los ingresos presentaron una reducción debido a las menores utilidades transferidas por Ecopetrol, que no fueron compensados con el aumento presentado por los ingresos tributarios. Para cumplir con la meta del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y la regla fiscal, en cuanto al déficit total y primario, se ajustó el gasto (sin intereses) lo que llevó a una caída del mismo en términos del PIB (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.2

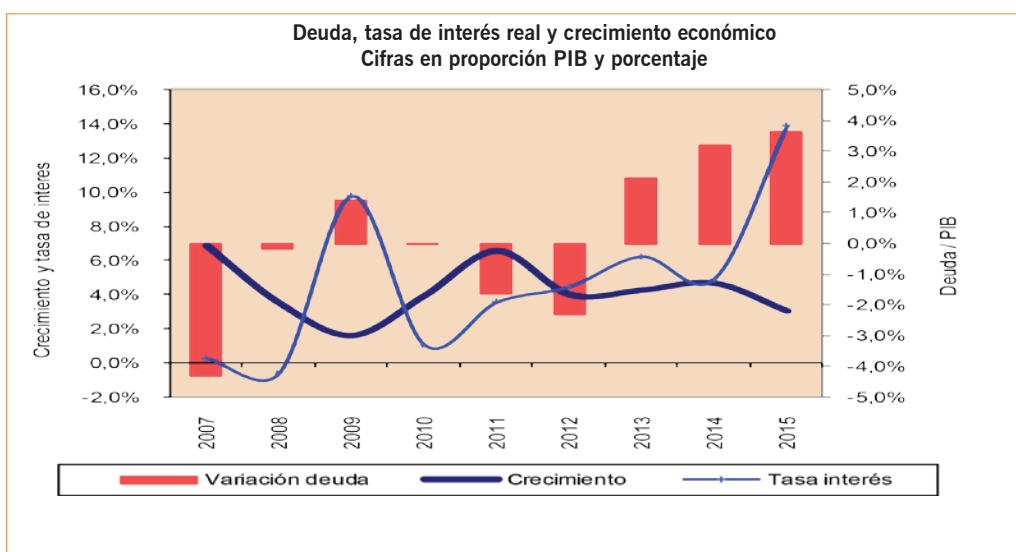


Fuente: CONFIS y Cálculos CGR

Con respecto al pago de intereses, debe señalarse que en 2015 se presentó un aumento de la tasa de interés real de la deuda, que pasó del 5,0% en 2014 al 13,9% en 2015. Esto se debió, por un lado, al impacto de la devaluación en la tasa real externa, a lo que se sumó el alza de la Libor. Por otro lado, la tasa real interna aumentó por el efecto de la inflación en los intereses de los TES UVR.

Por tanto, la brecha entre la tasa de interés pagada por la deuda y el crecimiento de la economía fue positiva, lo que elevó la deuda a PIB (Gráfico 6.3), repercutiendo negativamente en la sostenibilidad de la deuda. En efecto, cuando el crecimiento económico supera la tasa de interés real, como en los años 2007 y 2008 o el periodo 2010-2012, la deuda a PIB decrece (Gráfico 6.3) y garantiza la sostenibilidad. Por esto, resulta inquietante la desaceleración del crecimiento económico en 2015 y las expectativas frente al mismo en 2016, en un contexto de alza de tasas de interés que elevan el costo del financiamiento y presionan el gasto por este concepto.

Gráfico 6.3



Fuente: CGR, CDEFP, cálculos DEM.

6.1 Sostenibilidad en el corto plazo

Las condiciones macroeconómicas presentadas en 2015 no permitieron mantener el nivel de la deuda a PIB que se alcanzó en 2014 (39,1%). Como ya se describió, aumentó la tasa de interés real de la deuda, el crecimiento económico se desaceleró, la tasa de cambio se elevó y se presentó un déficit primario, ajustado a la regla fiscal.

Ante el aumento de la tasa de interés real y la caída de ingresos petroleros, la respuesta fue reducir el gasto restante y adquirir deuda para financiar el pago de intereses y el déficit primario.

Para el 2016 las condiciones macroeconómicas que aseguran la sostenibilidad son más complicadas que las presentadas en 2015. El Gobierno espera un crecimiento económico del 3,2%³³ (inferior al crecimiento potencial del 4,4%), la tasa de interés de la deuda seguirá siendo mayor a dicho crecimiento y el balance primario del GNC será negativo (Cuadro 6.1). Con este panorama, si se quisiera estabilizar la relación deuda bruta/PIB en el 42,7%³⁴ (de la deuda en 2015) se requeriría de un superávit primario del 2,8% del PIB, que cubriría el déficit primario proyectado del 0,6% del PIB y permitiría obtener el superávit primario requerido (2,1% del PIB) para mantener el nivel actual de deuda. Similar resultado se tendría para estabilizar la deuda neta a PIB (Cuadro 6.1).

Cuadro 6.1

Sostenibilidad en el corto plazo Cifras en porcentajes del PIB y tasas de crecimiento

Año	Deuda	Deuda	Tasa	Creci-	Deficit	Con deuda bruta		Con deuda neta		
	Bruta	Neta*	interés			real	miento	primario	Sup req	Brecha
							(1)	(2)	(3)	(4)
2012	33,8	32,7	4,5	4,0	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	
2013	35,9	33,4	6,3	4,3	-0,0	0,6	0,7	0,6	0,7	
2014	39,1	36,0	5,0	4,7	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	
2015	42,7	39,6	13,9	3,1	-0,4	4,1	4,5	3,8	4,2	
Escenario corto plazo										
2016										
Escenario 1	42,7	39,6	8,2	3,0	-0,6	2,2	2,8	2,0	2,6	
Escenario 2	42,7	39,6	8,2	2,8	-0,6	2,2	2,8	2,1	2,7	
Escenario 3	42,7	39,6	8,2	2,5	-0,6	2,4	3,0	2,2	2,8	
Escenario 4	42,7	39,6	9,0	2,0	-0,6	2,9	3,5	2,7	3,3	

Fuente: (1) Superávit Primario 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) Las mismas cálculos anteriores pero con deuda neta
*Deuda neta: deuda bruta - activos financieros

El panorama podría tornarse más difícil si se presenta un menor crecimiento económico al esperado por el Gobierno³⁵ o si aumentan los intereses de la deuda. El esfuerzo fiscal para garantizar que la deuda no se eleve en este es-

- 33 Gobierno Nacional Central. Cierre Fiscal 2015 y Plan Financiero 2016. Ministerio de Hacienda. Diciembre de 2015.
- 34 Este nivel no significa que sea una meta de política fiscal en cuanto a la sostenibilidad, más bien es un ejercicio que permite abordar las condiciones macroeconómicas que mantendrían la deuda en dicho nivel.
- 35 Al respecto el FMI estima para el 2016 un crecimiento económico de 2,7%, ANIF 2,5% y Fedesarrollo 2,5%.

cenario implicaría alcanzar superávit primarios del orden del 2,8% al 3,5% del PIB (Cuadro 6.1). En otras palabras, un menor crecimiento económico implica menos ingresos tributarios para el Gobierno Nacional, el IVA y el impuesto a la renta caerían con un menor consumo, inversión y empleo en la economía. Lo cual elevaría el déficit fiscal y por ende aumentaría la necesidad de deuda para cubrir gasto público.

Por otro lado, si las tasas de interés que deben pagarse por la deuda se elevan, presionarían el gasto por servicio de la deuda y también aumentarían el déficit. Ante estos eventos y con la necesidad de no incurrir en más deuda, el Gobierno debería reducir el gasto diferente a los intereses o adoptar una reforma tributaria para aumentar los ingresos.

No obstante, lograr esos niveles de balance primario requeriría de un ajuste en el gasto que en las actuales circunstancias podrían deteriorar la actividad económica y elevar así el déficit fiscal y el nivel de la deuda.

En el marco de la regla fiscal, la meta del Gobierno es alcanzar en 2016 un déficit primario del orden del 0,7% del PIB, que sumado a un gasto de intereses del 2,9% del PIB, daría un déficit total del 3,6% del PIB. Si a esto se suma el crecimiento económico esperado por el Gobierno, y suponiendo que la tasa de cambio y la tasa real de la deuda no presenten un cambio significativo, daría como resultado un nivel de deuda a PIB del 44,0% en 2016, lo cual es mayor en 4,0 p.p. del PIB a lo proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2015 (MFMP 15) y supera en 9 p.p. el del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014 (Gráfico 6.1).

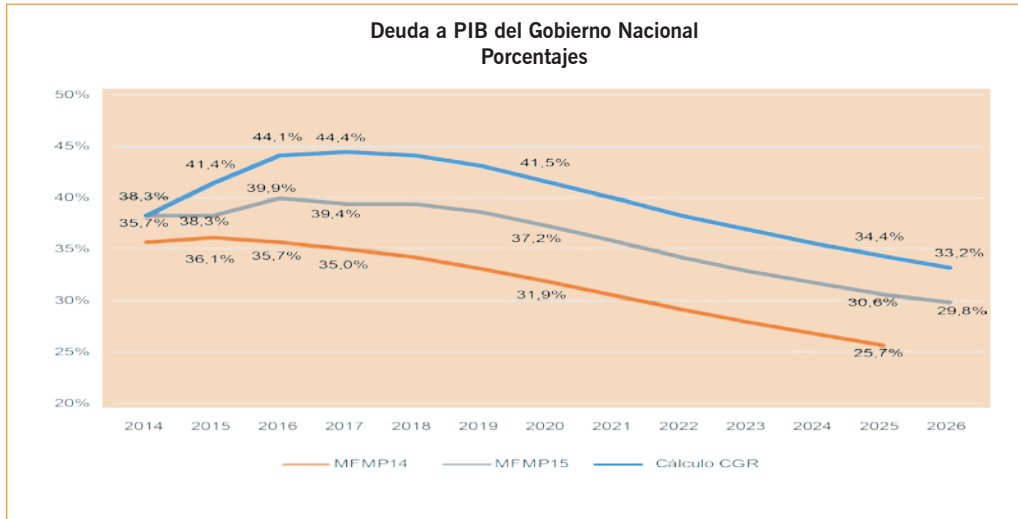
6.2 Sostenibilidad en el largo plazo

Los supuestos macroeconómicos del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2015, que sirvieron como base para la proyección de la deuda a PIB, no se cumplieron, lo que implicará una nueva proyección de la trayectoria de la deuda en un horizonte de largo plazo.

Como ya se anotó, la deuda para 2016 será mayor a la proyectada por el MFMP 15. Si se toman los supuestos del mismo para el periodo 2017-2026, en cuanto al crecimiento económico y el déficit primario, y se asume para la tasa real de la deuda el promedio entre el 2010-2014, la deuda a

PIB alcanzaría el 44,4% en 2017 y se reduciría en los años siguientes hasta cerrar en el 33,2% del PIB en el 2026. (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4



Fuente: CGR, CDEFP, cálculos DEM.

Cabe resaltar que esta proyección de la relación deuda a PIB supone un crecimiento económico promedio del 4,5% entre el 2017 y el 2026, que sería similar a la trayectoria de la tasa real de la deuda. El crecimiento económico es fundamental en la sostenibilidad de la deuda, no solo porque disminuye el peso de la misma en la economía, sino porque eleva los ingresos del Gobierno y permite financiar mayor gasto con un balance fiscal y deuda compatible con la estabilidad macroeconómica.

Ahora bien, el gasto público tiene una incidencia positiva en el crecimiento económico, papel que tiene más importancia en las fases donde la actividad económica es inferior al máximo nivel de producción de la economía, como son las circunstancias actuales. Dado esto, hay que cumplir con las metas de la regla fiscal, pero es importante ser cuidadoso en el tipo de gasto sujeto a reducción para no contribuir a desacelerar aún más el ritmo de actividad económica y comprometer la sostenibilidad de la deuda. El gasto en infraestructura (vías, puertos, energía, comunicaciones, etc.) tiene un impacto positivo en las actividades económicas, integra mercados, reduce costos de transacción y aumenta la productividad, lo que incentiva la inversión y el crecimiento en el largo plazo. Otros gastos que tienen efectos similares son los destinados a ciencia y tecnología, capital humano, entre otros.

Para aminorar el impacto de la reducción del gasto en el crecimiento, los procesos de ajuste requieren de una mayor eficiencia en el gasto público, y como lo sostiene la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), de una clara separación entre el gasto de inversión y los gastos corrientes que elimine el sesgo en contra de la inversión. Por el lado del ingreso, se requiere de reformas tributarias que incentiven la producción pero que tengan un impacto positivo en la distribución del ingreso³⁶ con efectos igualmente positivos en la economía.

6.3 Regla Fiscal y la deuda

Los objetivos de la Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011) son los de adecuar el nivel de gasto del Nacional al nivel de los ingresos, asegurar un nivel sostenible de deuda pública y facilitar el manejo contracíclico de la política fiscal y la coordinación fiscal y monetaria.

De acuerdo con esta norma, el Gobierno debe asegurar que el balance estructural³⁷ alcance el 2,3% del PIB en 2014, -1,9% del PIB en 2018 y no sea inferior a -1,0% del PIB de 2022 en adelante. Estos límites, que deben ser fijadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), se garantizan con los resultados obtenidos en materia de déficit fiscal y el balance primario (ingresos menos gastos sin intereses). El cumplimiento de estas metas conduce a su vez a una reducción de la deuda neta en el futuro³⁸.

Acorde a los indicadores establecidos en el Marco Fiscal y presentados por el Gobierno Nacional en los últimos años, se cumplió con los límites de balance estructural. En 2014 alcanzó el -2,3% del PIB fijado en la norma y en 2015 se situó en -2,2% del PIB, nivel proyectado en los MFMP de anteriores (Cuadro 6.2).

•• 36 Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2016. Las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad. CEPAL. Marzo de 2016

37 El balance estructural es el ingreso estructural menos el gasto estructural.
El ingreso estructural es el ingreso total ajustado por el efecto del ciclo económico, los efectos extraordinarios de la actividad minero energética y otros efectos similares.
El gasto estructural es el nivel de gasto consistente con el ingreso estructural.

38 La deuda neta es la deuda bruta menos los préstamos intergubernamentales y menos los activos financieros

Cuadro 6.2

Regla Fiscal para el GNC Porcentajes del PIB

	Balance total	Balance estructural	Balance primario	Deuda neta	Balance total	Balance estructural	Balance primario	Deuda neta
	Meta MFMP 11				Cifras observadas			
2011	-4,0	-3,7	-1,0	37,6	-2,8	-2,8	-0,1	34,6
2012	-3,5	-3,2	-0,6	37,5	-2,3	-2,4	0,2	33,8
2013	-2,4	-2,1	-0,4		-2,4	-2,4	-0,0	35,2
	Meta MFMP 13							
2013	-2,4	-2,4	0,1	33,6	-2,3	-2,4	-0,0	34,8
2014	-2,3	-2,3	0,2	33,6	-2,4	-2,3	-0,2	35,2
2015	-2,2	-2,2	0,2	33,3	-3,0	-2,2	-0,4	38,0
2016	-2,1	-2,1	0,2	33,0				
	Meta MFMP 14							
2014	-2,4	-2,3	-0,1	35,7	-2,4	-2,3	-0,2	35,2
2015	-2,4	-2,2	-0,1	36,1	-3,0	-2,2	-0,4	38,0
2016	-2,2	-2,2	0,2	35,7				
	Meta MFMP 15							
2015	-3,0	-2,2	-0,3	35,3	-3,0	-2,2	-0,4	38,0
2016	-3,6	-2,1	-0,7	37,0				
2017	-3,1	-2,0	-0,4	36,8				
	Rev Plan Financiero 2016							
2016	-3,6	-2,1	-0,6	37,0				

Fuente: MFMP 2011 -2015 y Plan Financiero 2016

Con ese nivel de déficit estructural, la regla fiscal establece un techo al déficit fiscal total del gobierno y permite asumir eventos como una reducción del crecimiento económico con respecto a su nivel de largo plazo, o una caída de los precios del petróleo con respecto a los de largo plazo, como se observó en 2015.

Para esto el Gobierno elevó el déficit total en 2015 al 3,0% del PIB, que implicó un déficit primario del 0,4% del PIB, mayor a lo establecido en los marcos fiscales anteriores, y un saldo de la deuda neta en torno al 38% del PIB, según cálculos de la CGR, lo que supera las proyecciones de los marcos fiscales previos (Cuadro 6.2).

Para 2016, el gobierno proyecta un déficit estructural del 2,1%, lo cual está asociado a un déficit primario del 0,6% del PIB y un déficit total del 3,6% del PIB³⁹. Si bien estas metas son similares a las contempladas en el MFMP

•• 39 Gobierno Nacional Central. Cierre Fiscal 2015 y Plan Financiero 2016. Ministerio de Hacienda. Diciembre de 2015.

2015, difieren en el nivel de la deuda neta a PIB. Esta no sería del 37% del PIB, sino que estaría según la CGR en el orden del 40,5% del PIB. Es decir, el Gobierno debe reconocer que si bien en la última revisión del escenario económico para el 2016 conserva las metas que se trazó en el MFMP, la deuda neta a PIB es mayor a la que estimaba, tanto para el 2015 y 2016. Por tanto, es necesario recalcular la senda de la deuda para los próximos 10 años.

El alcance del balance estructural requerido por la regla fiscal se ha logrado a través de un recorte en el gasto primario y a los mayores ingresos tributarios producto de la reforma tributaria de 2014. Si bien la regla fiscal contempla aumentar el gasto en caso de una caída del producto pronunciada, esta condición no se ha cumplido y para no desacelerar aún más el ritmo de actividad económica y comprometer la sostenibilidad de la deuda, es importante complementar el ajuste con un aumento de los ingresos, para lo cual debe discutirse la reforma tributaria estructural, con criterios de eficiencia y equidad.

Bibliografía

- Asobancaria.(2015). Semana económica: Un año después de la destorcida de los precios del petróleo. Edición 1008. Bogotá (agosto).
- Banco de la República. (2016). Comunicado de prensa: Banco de la República incrementa en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención. Bogotá (febrero).
- CEPAL. (2016). Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2016. Las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad (Marzo).
- Contraloría General de la República.(2015). Situación de la deuda pública 2014. Bogotá (junio).
- Contraloría General de la República.(2015). Informe mensual de la deuda pública. Bogotá (marzo).
- Ecopetrol S.A. (2016) Estados Financieros Consolidados a 31 de diciembre de 2015
- Fondo Monetario Internacional. (2015). Perspectivas de la economía mundial: Ajustándose a precios más bajos para las materias primas. Washington (octubre).
- Fondo Monetario Internacional. (2016). Perspectivas de la economía mundial: Actualización de las proyecciones centrales. Washington (abril).
- Fondo Monetario Internacional. (2015) Informe Sobre La Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2015, Capítulo 3: ¿Debería preocuparnos el Apalancamiento Empresarial de los Mercados Emergentes?
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2013). Estrategia de gestión de la deuda de mediano plazo de la Nación. Bogotá (marzo).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). Marco Fiscal de Mediano Plazo 2015. Bogotá (junio).

Informe sobre la Situación de la Deuda Pública

- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). Gobierno Nacional Central. Cierre fiscal 2015 y Plan Financiero 2016. Bogotá (diciembre).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). Informe anual seguimiento de deuda del Gobierno Nacional. Bogotá (diciembre).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2015). Gobierno Nacional Central. Cierre fiscal 2015 y plan financiero 2016. Bogotá (diciembre).
- Departamento Nacional de Planeación. (2013). Documento Conpes 3754. Concepto favorable a la nación para contratar empréstitos externos con entidades financieras internacionales, organismos multilaterales, entidades de fomento y/o gobiernos hasta por la suma de USD 3.000 millones o su equivalente en otras monedas para financiar apropiaciones presupuestales prioritarios del Gobierno Nacional. Bogotá(agosto).
- Departamento Nacional de Planeación. (2015). Documento Conpes 3829. Concepto favorable a la nación para contratar empréstitos externos de libre destinación y rápido desembolso con entidades financieras internacionales, organismos multilaterales, entidades de fomento o gobiernos, hasta por la suma de USD 5.500 millones o su equivalente en otras monedas para financiar apropiaciones presupuestales prioritarias del Gobierno Nacional. Bogotá(junio)
- Pinzón Mejía, Gustavo y Rodriguez Suarez Javier. Project Finance, Bogotá, (2000). Trabajo de Grado (Abogado). Pontificia Universidad Javeriana. Facultad de Derecho y Ciencias Jurídicas. Disponible en catálogo en línea en sistema de bibliotecas Javeriano. Disponible en <http://biblos.javeriana.edu.co/uhtbin/cgiirsi/?ps=N92Yyxm3bh/B-GENERAL/143870031/9>
- Reficar S.A. (2016) Estados Financieros a 31 de diciembre de 2015