

# DINAMICA Y CARACTERISTICAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN COLOMBIA: 1996 – Marzo de 2002

*Por: Luis Ignacio Lozano E\*.  
Subgerencia de Estudios Económicos  
Banco de la República*

## 1. Introducción

Un hecho curioso del debate actual sobre la deuda pública de Colombia es que no hay claridad en las cifras. Para ayudar a dilucidar esta situación, en este trabajo se muestra el nivel de la deuda pública del país a marzo de 2002 precisando, entre otras cosas, su composición por tipo de prestatarios y prestamistas, la diferencia entre los saldos de deuda bruta y neta, los instrumentos y mecanismos de colocación de la deuda y su perfil según plazos y tipos de rendimientos. Para el caso del gobierno nacional, cuyos pasivos explican actualmente el 81% del total de la deuda pública consolidada, también se indaga sobre las principales causas que llevaron a aumentar su saldo en 34 puntos del PIB durante los últimos cinco años. La deuda que se contabiliza en este trabajo es aquella contratada mediante el uso explícito de instrumentos que definen un plazo y un pago de intereses. Esto significa que excluye la deuda contingente, cuyo monto y servicio es incierto en la medida que depende de los supuestos que se usen para su cálculo.<sup>1</sup> El reconocimiento de la deuda contractual que aquí se describe es fundamental en cualquier propuesta de manejo del endeudamiento público del país, así como para hacer las proyecciones fiscales que la sustenten.

## 2. Nivel y Composición de la Deuda Bruta

2.1 *La Deuda Bruta Consolidada.* Para comprender el tamaño y la composición de la deuda pública del país, se clasifican las diversas dependencias del Estado entre aquellas que realizan actividades financieras –Sector Público Financiero SPF– y las que realizan actividades no financieras –Sector Público No Financiero SPNF–. El Cuadro 1 muestra

---

\* El autor agradece la valiosa colaboración en la recopilación y procesamiento de las cifras a Pedro Rojas, Néstor Espinosa, Miguel Gómez, Jenny Berthel y Orlando Rubio.

<sup>1</sup> En una publicación reciente del Banco de la República, el Dr. Clavijo (2002) aclara la diferencia entre la deuda explícita y la deuda contingente que registró el Estado colombiano a diciembre de 2001. En relación a la deuda explícita, nuestros datos cubren el primer trimestre del 2002 y además difieren parcialmente, por cuanto aquí se incluyen como pasivos de la Nación los títulos del Fogafin emitidos para capitalizar la banca pública y los bonos pensionales que ha emitido el gobierno a favor de las personas que se trasladaron de régimen con la Ley 100 de 1993.

que el nivel de la deuda bruta consolidada de Colombia (del SPF y del SPNF), ascendió a \$116,9 billones en marzo del 2002 (60% del PIB)<sup>2</sup>. Esta suma representa 3,9 veces el nivel de deuda que registró el país en 1996, cuando fue del orden de \$30,1 billones (30% del PIB). El ritmo de crecimiento promedio del endeudamiento público del país en los últimos cinco años fue de 31,6%, tasa que excede en 17,8 puntos al crecimiento nominal del PIB. La deuda que aquí se contabiliza es aquella contratada mediante el uso explícito de instrumentos que definen un plazo y un pago de intereses, lo que implica que excluyan los pasivos contingentes cuyo monto y, por consiguiente, su servicio es incierto, pues depende de los supuestos que se usen para su cálculo. Sin embargo, se incluyen los bonos pensionales emitidos por el gobierno nacional (bonos A emitidos no redimidos) a favor de las personas que se trasladaron de régimen pensional con la Ley 100 de 1993, en la medida que fijan un valor y llevan implícito un período de redención y una tasa de interés de capitalización.<sup>3</sup>

*2.2 Deuda Bruta del Sector Público Financiero –SPF–.* En este grupo se incluyen entidades que desarrollan labores de intermediación en condiciones de mercado, otras de fomento a través de créditos dirigidos, fondos especiales de ahorro, inversión, previsión y salvamento, etc. El banco central tiene un estatus especial dentro de este grupo. Los pasivos del SPF ascendieron a \$6 billones (3,1% del PIB) en marzo del 2002 y cerca del 32% de estas obligaciones corresponden a los títulos y bonos del Fogafin, colocados principalmente en el sistema financiero. Además se incluyen los títulos de desarrollo agropecuario por \$1,53 billones y la deuda externa del IFI, Findeter, la FEN, Bancoldex, Banco Cafetero, Fogafin y el Banco de la República, entre otros, que asciende conjuntamente a US\$985,6 millones –\$2,23 billones–.

Sobre los bonos y títulos del Fogafin, que en su totalidad suman de \$6,54 billones, es preciso aclarar que el servicio (intereses más el amortizaciones del capital) de los bonos emitidos para capitalizar la banca pública estará a cargo de la Nación. De hecho, durante el 2001 el gobierno nacional transfirió recursos por \$1,48 billones –0,8% del PIB– al Fogafin para servir estos bonos (\$524 mil millones para pago de intereses y

---

<sup>2</sup> Valga precisar que en el nivel de la deuda pública reportada por el Dr. Caballero Argáez en las notas editoriales de la revista del Banco de la República de febrero de 2002, corresponde a la deuda del Sector Público No Financiero, contratada hasta el tercer trimestre de 2001. Nuestras cifras difieren tanto por estar más actualizadas como por incluir la deuda de las entidades financieras.

<sup>3</sup> La mayoría de los bonos A se redimen cuando el beneficiario hombre cumpla 62 años de edad y la beneficiaria mujer 60. La tasa a la que se capitalizan hasta su redención es la “DTF Pensional”, que es

\$955 mil millones para amortizaciones). Esto implica que en la práctica debamos contabilizar el saldo de dichos bonos, que a marzo de 2002 asciende a \$4,62 billones, dentro de la deuda del gobierno nacional. El resto de los bonos y títulos del Fogafin hacen parte del SPF.

Cuadro 1

**Deuda Pública Bruta**

Saldos en Miles de Millones de pesos y *Porcentaje del PIB*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mar 02*	98/97	99/98	00/99	01/00
	S Miles de Millones y Porcentajes del PIB							Crecimiento Nominal			
Deuda Bruta Total	30.182	41.842	55.544	74.367	99.918	117.545	116.953	33	34	34	18
<i>% del PIB</i>	<i>30.0</i>	<i>34.4</i>	<i>39.5</i>	<i>49.1</i>	<i>57.5</i>	<i>61.3</i>	<i>59.9</i>				
1. Sector Público Financiero	4.484	5.324	6.876	8.309	6.961	6.390	6.026	29	21	-16	-8
<i>% del PIB</i>	<i>4.5</i>	<i>4.4</i>	<i>4.9</i>	<i>5.5</i>	<i>4.0</i>	<i>3.3</i>	<i>3.1</i>				
2. Sector Público No Financiero	25.698	36.518	48.668	66.058	92.958	111.155	110.927	33	36	41	20
<i>% del PIB</i>	<i>25.5</i>	<i>30.0</i>	<i>34.6</i>	<i>43.6</i>	<i>53.5</i>	<i>57.9</i>	<i>56.8</i>				
2.1 Gobierno General	17.541	26.630	36.700	53.753	81.152	100.355	101.137	38	46	51	24
<i>% del PIB</i>	<i>17.4</i>	<i>21.9</i>	<i>26.1</i>	<i>35.5</i>	<i>46.7</i>	<i>52.3</i>	<i>51.8</i>				
2.1.1 Gobierno Nacional	14.452	21.778	31.232	47.916	74.851	94.018	94.508	43	53	56	26
<i>% del PIB</i>	<i>14.4</i>	<i>17.9</i>	<i>22.2</i>	<i>31.6</i>	<i>43.1</i>	<i>49.0</i>	<i>48.4</i>				
2.1.2 Gobiernos Territoriales	2.215	3.914	4.245	4.568	4.662	5.276	5.646	8	8	2	13
<i>% del PIB</i>	<i>2.2</i>	<i>3.2</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>2.7</i>	<i>2.7</i>	<i>2.9</i>				
2.1.3 Entidades Descentraliz. y de Seguridad Social	874	938	1.223	1.270	1.639	1.062	983	30	4	29	-35
<i>% del PIB</i>	<i>0.9</i>	<i>0.8</i>	<i>0.9</i>	<i>0.8</i>	<i>0.9</i>	<i>0.6</i>	<i>0.5</i>				
2.2 Empresas Públicas	8.157	9.888	11.968	12.305	11.806	10.800	9.790	21	3	-4	-9
<i>% del PIB</i>	<i>8.1</i>	<i>8.1</i>	<i>8.5</i>	<i>8.1</i>	<i>6.8</i>	<i>5.6</i>	<i>5.0</i>				

\*/ El valor del PIB utilizado para el año corrido de 2002, lleva implícito un crecimiento real de 1,5% para el cuarto trimestre.  
Fuente: SSP-SGEE, Banco de la República.

**2.3 Deuda Bruta del Sector Público No Financiero –SPNF–.** Las entidades que conforman el SPNF se agrupan a su vez en gobierno general y empresas públicas. El gobierno general está integrado por todas aquellas dependencias que proveen bienes y servicios de consumo colectivo no mercantes (educación, salud, defensa, seguridad social, administración del Estado, etc) y cuya financiación proviene primordialmente de los impuestos y otras contribuciones. Las empresas públicas se caracterizan porque proveen, a precios de mercado, bienes y servicios a gran escala como el agua, la energía, telefonía, etc, de cuya venta proviene su financiación. El nivel de la deuda bruta del SPNF ascendió a \$110,9 billones (56,8% del PIB) en marzo del 2002. Esta suma

igual a la variación del IPC más 3 ó 4 puntos, según se hayan trasladado de régimen antes o después de

representa 4,3 veces el nivel que tuvo este sector en 1996, cuando fue del orden de \$25,7 billones (25,5% del PIB). Dentro de los pasivos totales del Estado, la deuda del SPNF representa el 95% y su tasa de crecimiento promedio desde 1997 fue del 34,4%.

La definición del gobierno general es relevante porque permite comparaciones internacionales en los indicadores fiscales y además porque las agencias que se agrupan en esta categoría son las que realmente desempeñan la función de proveer los bienes públicos. A diferencia de los países de Europa y Asia, buena parte de los países de América Latina no cuenta con la información de las finanzas públicas desglosada entre gobiernos generales y empresas públicas.

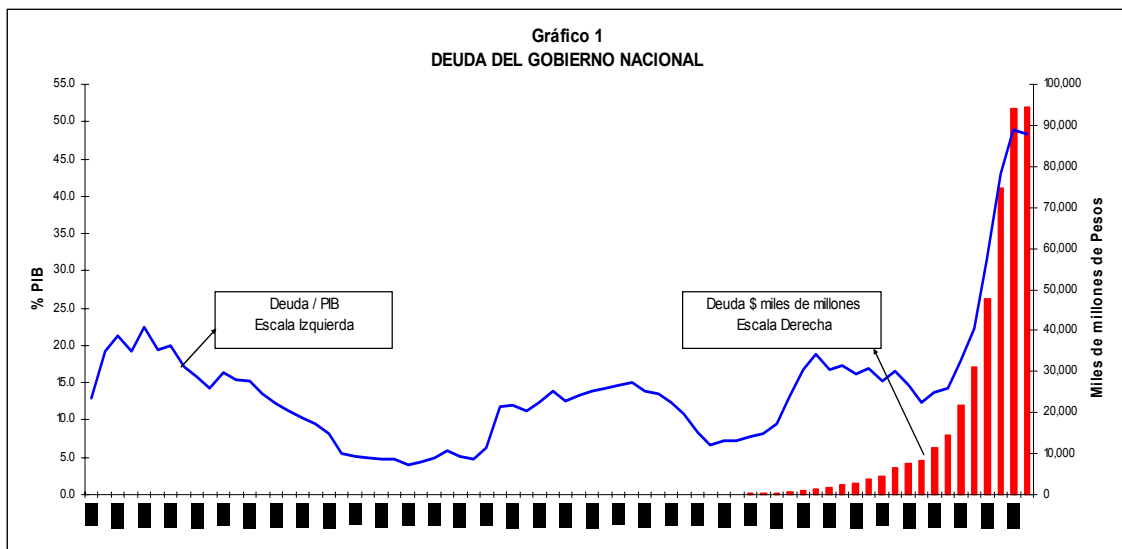
La distinción entre estos dos niveles del SPNF es primordial en las estadísticas de deuda y en su incidencia económica. Es diferente la presión que ejerce el servicio de la deuda de un gobierno sobre sus presupuestos futuros y, por ende, sobre la tributación futura, que la presión que tiene el servicio de la deuda de una empresa pública sobre sus finanzas, cuya gestión se parece a la de las corporaciones privadas. Sin embargo, también se debe recordar que una fracción importante de la deuda contratada por las empresas la termina sirviendo el gobierno, como es el caso del Metro de Medellín, por lo que finalmente es conveniente tener en cuenta todas las obligaciones del SPNF, especialmente para los ejercicios de su sostenibilidad. La deuda del *gobierno general* colombiano, conformado por el gobierno nacional, los gobiernos territoriales y las entidades descentralizadas y de seguridad social, se elevó a \$101,1 billones en marzo de 2002 (51,8% del PIB), mientras que el nivel de endeudamiento de las *empresas públicas*, llegó a \$9,8 billones (5% del PIB). El ritmo de endeudamiento de las empresas públicas, tanto nacionales como territoriales, ha venido en claro descenso en los últimos años, e inclusive en los dos últimos redujo su saldo nominal.

Las cifras también revelan que el endeudamiento del *gobierno nacional* ascendió a \$94,5 billones (48,4% del PIB) en marzo de 2002, explicando así 81% del endeudamiento público total. El resto del gobierno general corresponde a la deuda de los *gobiernos territoriales* (\$5,6 billones, 2,9% del PIB), cuyo saldo en términos del producto creció hasta 1998 y luego desciende y la deuda de las *entidades descentralizadas y de seguridad social*, que se mantuvo relativamente estable hasta el 2000 (entre 0,8% y 0,9% del PIB) y luego se redujo hasta \$983 mil millones (0,5% del PIB) en marzo de 2002.

---

finales de diciembre de 1998, respectivamente.

2.4 *Retrospectiva de la Deuda del Gobierno Nacional.* El ritmo de endeudamiento del gobierno nacional ha sido particularmente intenso desde 1996. La tasa media de crecimiento de la deuda fue de 45,8% en los últimos cinco años, es decir 32 puntos por encima del crecimiento nominal del producto, y su nivel actual con respecto al PIB no tiene precedentes en el país. El Gráfico 1 muestra la evolución de la deuda del gobierno nacional en millones de pesos y como porcentaje del PIB desde 1931. Es evidente que la razón saldo de la deuda a PIB registrada en marzo de 2002 (del 48,4%), marca el pico máximo desde cuando se tienen estadísticas y se encuentra bastante por encima de cualquier punto de referencia.



Durante la recesión internacional de los años treinta, la deuda del gobierno central se expandió progresivamente hasta alcanzar 22,4% del PIB en 1935. La economía colombiana registró tasas negativas de crecimiento de -0,9% y -1,6%, entre 1930 y 1931, respectivamente, pero luego repuntó la actividad económica a niveles del 6%. Sólo hasta 1999, el país vuelve a enfrentar tasas negativas de crecimiento, esta vez por debajo del -4%. En este amplio contexto histórico, el país registra por lo menos otros dos períodos críticos en materia de crecimiento (con tasas cercanas a cero, más no negativas): entre 1942-43 con tasa media de 0,3% y entre 1982-83, con tasa media de 1,25%. A pesar de estas fases bajas del ciclo económico, la razón deuda a PIB no retornó a los niveles de 1935. Después de este año, la razón deuda a PIB descendió de manera permanente hasta 4% en 1955. En los años sesenta crece nuevamente esta razón

hasta un nuevo pico de 15% en 1972 y luego desciende con la bonanza cafetera. Finalmente en la crisis de los ochenta la razón deuda a PIB crece hasta 18,8% en 1986.

*2.5 Deuda Interna vs. Deuda Externa del SPNF.* En el componente interno se clasifica la deuda adquirida por el SPNF con el sistema financiero y con los particulares, bien sean éstos personas naturales o jurídicas, como las sociedades fiduciarias, las compañías de seguros y capitalización, las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, los fondos mutuos de inversión y los comisionistas de bolsa, principalmente. La deuda interna del SPNF se adquirió básicamente a través de bonos y créditos bancarios. En el caso del gobierno nacional, también se incluyen pagarés de la Tesorería, que respaldan el uso de los recursos que se le han entregado por encargo fiduciario. La deuda externa, por su parte, representa en principio las obligaciones financieras adquiridas por el SPNF con el resto del mundo. No obstante, buena parte de los bonos del gobierno colombiano ha sido adquirida por inversionistas nacionales en los mercados internacionales. Los organismos bilaterales y multilaterales de crédito, la banca comercial, los gobiernos extranjeros y los particulares (proveedores, fondos de inversión, etc) son los principales acreedores externos del Estado colombiano. Al igual que en la deuda interna, la deuda externa está contratada mayoritariamente a través de bonos.

El Cuadro 2 muestra que en los últimos años la distribución de la deuda del SPNF no se ha modificado substancialmente, de manera que valorados todos los pasivos financieros en la moneda nacional, a marzo de 2002 el 44% de las obligaciones se ha adquirido con el mercado externo y el resto con el mercado doméstico.<sup>4</sup> Si bien es cierto que la composición de la deuda consolidada refleja la estrategia seguida recientemente por el gobierno nacional, de balancear sus compromisos con los dos mercados, la deuda de los otros niveles del SPNF no presenta la misma composición e incluso, para el mismo gobierno nacional, dicha composición representa un cambio sustancial con respecto al pasado. Al cierre del primer trimestre de 2002, la deuda externa del gobierno nacional sumó US\$17.837 millones –\$40,33 billones que equivalen a 20,7% del PIB–, mientras la deuda interna alcanzó los \$54,1 billones –27,8% del PIB–.

Entre 1970 y 1990, en promedio el 68% de la deuda del gobierno nacional fue contratada en el mercado externo y sólo el 32% en el mercado interno. El aumento de la

---

<sup>4</sup> La deuda externa se convierte a pesos, utilizando la tasa de cambio de fin de período.

deuda interna del gobierno nacional, registrado especialmente desde 1993, está asociado con el desarrollo del mercado de deuda pública soberana que ha promovido el mismo gobierno en el contexto de las reformas al mercado de capitales y, en particular, está asociado con las nuevas reglas que le trazó la Constitución Política de 1991 al Banco de la República en cuanto al otorgamiento de créditos al gobierno.

Cuadro 2

**Composición de la Deuda Bruta del SPNF**

Saldos en Miles de millones de pesos y *Porcentaje del PIB*

	1997			1999			2001			Marzo 2002		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
Sector Público No Financiero	18.774	17.743	36.518	32.928	33.130	66.058	60.201	50.954	111.155	61.860	49.067	110.927
<i>% del PIB</i>	<i>13.4</i>	<i>12.6</i>	<i>26.0</i>	<i>19.0</i>	<i>19.1</i>	<i>38.0</i>	<i>31.4</i>	<i>26.6</i>	<i>57.9</i>	<i>31.7</i>	<i>25.1</i>	<i>56.8</i>
1. Gobierno General	15.073	11.556	26.630	29.329	24.424	53.753	56.645	43.710	100.355	58.843	42.294	101.137
<i>% del PIB</i>	<i>10.7</i>	<i>8.2</i>	<i>19.0</i>	<i>16.9</i>	<i>14.1</i>	<i>30.9</i>	<i>29.5</i>	<i>22.8</i>	<i>52.3</i>	<i>30.2</i>	<i>21.7</i>	<i>51.8</i>
1.1. Gobierno Nacional	11.351	10.427	21.778	25.274	22.642	47.916	52.347	41.671	94.018	54.174	40.334	94.508
<i>% del PIB</i>	<i>8.1</i>	<i>7.4</i>	<i>15.5</i>	<i>14.5</i>	<i>13.0</i>	<i>27.6</i>	<i>27.3</i>	<i>21.7</i>	<i>49.0</i>	<i>27.8</i>	<i>20.7</i>	<i>48.4</i>
1.2. Gobiernos Territoriales	3.524	390	3.914	3.855	713	4.568	4.233	1.042	5.276	4.608	1.037	5.646
<i>% del PIB</i>	<i>2.5</i>	<i>0.3</i>	<i>2.8</i>	<i>2.2</i>	<i>0.4</i>	<i>2.6</i>	<i>2.2</i>	<i>0.5</i>	<i>2.7</i>	<i>2.4</i>	<i>0.5</i>	<i>2.9</i>
1.3. Entidades Descentralizadas y Seguridad Soc.	199	739	938	200	1.069	1.270	65	996	1.062	61	923	983
<i>% del PIB</i>	<i>0.1</i>	<i>0.5</i>	<i>0.7</i>	<i>0.1</i>	<i>0.6</i>	<i>0.7</i>	<i>0.0</i>	<i>0.5</i>	<i>0.6</i>	<i>0.0</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>
2. Empresas Públicas	3.701	6.187	9.888	3.600	8.705	12.305	3.556	7.244	10.800	3.017	6.773	9.790
<i>% del PIB</i>	<i>2.6</i>	<i>4.4</i>	<i>7.0</i>	<i>2.1</i>	<i>5.0</i>	<i>7.1</i>	<i>1.9</i>	<i>3.8</i>	<i>5.6</i>	<i>1.5</i>	<i>3.5</i>	<i>5.0</i>

Fuente: SSP-SGEE Banco de la República y Confis.

Al examinar la deuda de los otros prestatarios, se concluye que los gobiernos territoriales concentran sus pasivos financieros con el mercado doméstico, (82% del total), fundamentalmente con el sistema financiero, con la excepción de Bogotá que sumó US\$403 millones de deuda externa a marzo de 2002. Por el lado de las empresas públicas, éstas tienen mayores préstamos con el sector externo (el 69% del total), siendo las más endeudadas al finalizar el período el Metro de Medellín (US\$645 millones), la EPM (US\$638), Urra (US\$298 millones), ISA (US\$270 millones), Ecopetrol (US\$263 millones), y Emcali (US\$190 millones). Al igual que algunos gobiernos territoriales, un grupo de empresas ha emitido bonos en el mercado interno para financiar sus actividades. Por último, las entidades descentralizadas mantienen sus pasivos

mayoritariamente con el sector externo, pero su nivel es relativamente moderado. Aquí se registran básicamente los créditos comerciales al Fondo Nacional del Café y créditos multilaterales otorgados al Invias, el Fondo de Caminos Vecinales y al Icfes.

### **3. La Deuda Pública Neta**

Un concepto que ha adquirido mucha relevancia en el debate reciente sobre deuda pública es el de deuda neta. En este trabajo se presentan dos ejercicios estadísticos de *neteo*. En el primero se halla la deuda pública neta consolidada, que resulta de eliminar la deuda adquirida entre las agencias del propio sector público, financiero y no financiero, para obtener el pasivo que tiene éste con los particulares, dentro del país, y con el resto del mundo. En el segundo, se estima la deuda neta del SPNF, que es la relevante para los ejercicios de su sostenibilidad y de la viabilidad de las finanzas públicas, en la medida que su servicio compromete los recursos fiscales futuros.

Estas definiciones de deuda neta no son las únicas que manejan los especialistas. La Oficina del Manejo de la Deuda de Inglaterra, por ejemplo, define el saldo de deuda neta el obtenido por la diferencia entre la deuda bruta consolidada menos los activos líquidos de corto plazo (Bailey J, 2000). Para otros analistas, la medición relevante consistiría en descontar de la deuda pública externa, las reservas internacionales y los activos externos que mantienen las entidades públicas, puesto que “para un país su deuda interna neta siempre es cero: una parte del país posee lo que otra parte debe.” (Prospectiva Económica y Financiera, N°328 pg. 5).

Frente a esta última sugerencia se debe precisar que cuando se trata de ver la posición externa del país, se acostumbra a descontar de la deuda pública externa las reservas de la Banca Central en el resto del mundo. Pero desde la perspectiva de las finanzas públicas, la deducción de las reservas internacionales no se realiza, entre otras cosas, por la independencia de la Banca Central. Finalmente, las estimaciones oficiales del gobierno colombiano derivan la llamada deuda neta de activos financieros para realizar los ejercicios de su sostenibilidad (Documento de Asesores Confis N°2/2002). Este concepto hace referencia a la deuda neta del SPNF y surge de eliminar los pasivos entre las entidades públicas no financieras y los excedentes que mantiene la Tesorería General de la Nación en el exterior.

Los resultados sobre la sostenibilidad de la deuda pública colombiana son muy sensibles, entre otras cosas, a la información que se utilice sobre saldos brutos, netos, o



netos de activos financieros. Para obtener unos resultados más confiables, estos ejercicios deberían (i) ampliar la cobertura de la deuda del gobierno nacional, de manera que se incluyan los bonos del Fogafin para capitalizar la banca pública, tal como se proceded en esta sección, y (ii) no deberían descontar los bonos de la Nación que están en poder del sistema público de seguridad social y que asciende en marzo de 2002 a \$9,62 billones  $-4,9\%$  del PIB.<sup>5</sup> Buena parte de los activos financiero del ISS, por ejemplo, están representados en las reservas pensionales invertidas en TES, que pertenecen finalmente a los trabajadores, no al Estado. Caso diferente es el de un TES adquirido por una empresa pública, puesto que el Estado si puede disponer de sus activos mediante su venta. Si se siguiera la segunda recomendación, un título de Tesorería que es comprado con las reservas de pensiones de una AFP sería tratado de manera equivalente a si es comprado con las reservas del ISS. Tal como se estima actualmente la sostenibilidad, el primero constituye deuda pública y el segundo no.

El Cuadro 3 muestra el proceso de cálculo de la deuda neta, tanto del sector público consolidado como del SPNF. Como punto de partida, en las dos primeras líneas se muestra el valor de la deuda bruta consolidada, que a marzo de 2002 ascendió a \$116,9 billones (59,9% del PIB), y la del SPNF, que a la misma fecha fue de \$110,9 billones (56,8% del PIB). Luego se muestran las partidas que se descuentan en las dos estimaciones. Por el lado de la deuda contraída en bonos, se eliminan inicialmente los bonos emitidos por la Nación y que han sido adquiridos tanto por todas las agencias del SPNF como por el SPF, incluido el Banco de la República.

Las adquisiciones más representativas de los bonos de la Nación, especialmente de TES B, las han hecho el sistema de seguridad social, Ecopetrol, Telecom, Sena y la propia Tesorería de la Nación, con los recursos que maneja por encargo fiduciario. Estos últimos inversionistas se clasifican en el numeral (b) como el Resto del SPNF. En su conjunto, las entidades públicas no financieras tenían a marzo de 2002 en sus activos financieros, \$15,8 billones (8,1% del PIB) representados en bonos de la Nación. Por su parte, el Fogafin, Finagro los bancos oficiales y el Banco de la República, poseían para la misma fecha \$4,6 billones (2,4% del PIB) en bonos de la Nación.

Dentro del SPF, el Fogafin y Finagro han emitido bonos que en conjunto ascienden a \$7,7 billones en el 2001. De este monto, \$383 mil millones fueron adquiridos principalmente por el gobierno nacional y Ecopetrol, para fondear su fondo

---

<sup>5</sup> En este monto se incluyen \$2,67 billones de TES que fondlean el pasivo pensional de Ecopetrol, a través de Patrimonio Autónomo que se creo para ese propósito.

de pensiones, de manera que se descuentan para hallar el saldo neto de deuda pública.<sup>6</sup> El quinto rubro de ajuste que asciende a \$1,5 billones en diciembre de 2001, lo constituyen los pagarés que ha expedido la Tesorería General de la Nación como colateral a los recursos que utiliza por administración fiduciaria, y que pertenecen a otras agencias públicas. Sobresalen en este rubro los recursos de las entidades territoriales que acumularon a través del fondo nacional de regalías –FNR– así como los recursos del fondo de reconstrucción del eje cafetero –Forec–. En el primer trimestre de 2002, el saldo de deuda por Pagarés se redujo a \$118 mil millones.

Cuadro 3  
**Deuda Neta del Sector Público**  
Miles de millones de pesos y *Porcentaje del PIB*

	1997	1998	1999	2000	2001	Mar 02	97	98	99	00	01	Mar 02
	Miles de Millones de pesos						Porcentajes del PIB					
<b>1. Deuda Bruta del Sector Público</b>	<b>41.842,0</b>	<b>55.544,2</b>	<b>74.366,8</b>	<b>99.918,5</b>	<b>117.544,9</b>	<b>116.953,2</b>	<b>34.4</b>	<b>39.5</b>	<b>49.1</b>	<b>57.5</b>	<b>61.3</b>	<b>59.9</b>
<b>2. Deuda Bruta del SPNF</b>	<b>36.517,8</b>	<b>48.667,9</b>	<b>66.058,1</b>	<b>92.957,5</b>	<b>111.154,8</b>	<b>110.926,9</b>	<b>30.0</b>	<b>34.6</b>	<b>43.6</b>	<b>53.5</b>	<b>57.9</b>	<b>56.8</b>
a. Bonos del GNC en la Seg -Social	3.899,7	5.442,5	6.352,6	9.295,9	9.735,1	9.624,2	3.2	3.9	4.2	5.4	5.1	4.9
b. Bonos del GNC en Resto SPNF	2.229,2	4.464,8	5.349,0	4.050,3	6.613,0	6.228,6	1.8	3.2	3.5	2.3	3.4	3.2
c. Bonos del GNC en el SPF	1.678,4	1.826,6	4.361,8	5.093,5	4.846,5	4.602,2	1.4	1.3	2.9	2.9	2.5	2.4
d. Bonos del SPF en el SPNF	5.3	11.3	629.4	531.5	413.0	382.9	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	0.2
e. Pagarés del GNC con el SPNF	4.8	4.4	107.1	1.394,9	1.498,1	117.7	0.0	0.0	0.1	0.8	0.8	0.1
f. Cartera del SPNF con las EFE	2.163,5	2.604,6	3.070,3	2.549,0	2.354,5	2.111,1	1.8	1.9	2.0	1.5	1.2	1.1
g. Pagaré del GNC con Bco-Agrar.	-	-	-	1.235,8	1.235,8	1.235,8	-	-	-	0.7	0.6	0.6
<b>3. Deuda Neta del Sector Público (1 - a hasta g)</b>	<b>31.861,1</b>	<b>41.189,9</b>	<b>54.496,6</b>	<b>75.767,6</b>	<b>90.848,9</b>	<b>92.650,6</b>	<b>26.2</b>	<b>29.3</b>	<b>36.0</b>	<b>43.6</b>	<b>47.4</b>	<b>47.5</b>
<b>4. Deuda Neta del SPNF (2-b-e)</b>	<b>34.283,8</b>	<b>44.198,6</b>	<b>60.602,0</b>	<b>87.512,3</b>	<b>103.043,7</b>	<b>104.580,6</b>	<b>28.2</b>	<b>31.5</b>	<b>40.0</b>	<b>50.4</b>	<b>53.7</b>	<b>53.6</b>

Fuente: SSP- SGEE, Banco de la República.

En el sistema financiero colombiano existe un grupo de entidades públicas que son llamadas especiales, por cuanto no hacen intermediación como tal pero sí dan créditos dirigidos hacia ciertos sectores, o sirven como fondos de garantía al resto de los intermediarios. Hacen parte de las Entidades Financieras Especiales –EFE–, la Fen, Finagro, Bancoldex, Fonade y el Fogafin. Los créditos que las EFE le han otorgado a otras entidades del sector público del orden no financiero, especialmente a empresas del sector eléctrico, y que ascienden en marzo de 2002 a \$2,11 billones (1,1% del PIB), se descuentan de la deuda bruta para hallar el pasivo público neto. Así mismo se descuentan

<sup>6</sup> Algunos de los títulos del Fogafin se encuentran en poder de la banca pública, por lo que se deberían descontar en el proceso de neteo. No obstante por restricciones de la información, este ejercicio no se hace.

la deuda que asumió el gobierno nacional en el 2000, oficializada a través de un pagaré, tras la liquidación de la caja agraria por \$1,23 billones.

Luego de la estimación descrita, los datos indican que la deuda neta del sector público consolidado se multiplicó por tres en los últimos cuatro años, al pasar de \$31,8 billones (26,2% del PIB) en 1997 a \$92,6 billones (47,5% del PIB) en marzo de 2002. Las mayores acreencias dentro del propio sector público, por más de \$20 billones a diciembre de 2001, corresponden a los bonos que ha emitido la Nación, especialmente TES B, y que han sido adquiridos por otras agencias del Estado, especialmente el ISS, las empresas y bancos públicos y el Banco de la República. Por su parte la deuda neta del SPNF, la cual resulta de descontar de la deuda bruta de este sector los numerales (b) y (e), ascendió a \$104,6 billones en marzo de 2002. Como se mencionó anteriormente, este monto que equivale a 53,6% del PIB es el relevante para las estimaciones de sostenibilidad y es superior en cerca de 10 puntos del PIB al utilizado en los ejercicios oficiales.

#### **4. Déficit Fiscal, Requerimientos de Nuevo Crédito y Expansión de la Deuda**

La razón deuda a PIB del gobierno nacional se incrementó en 34 puntos del PIB en los últimos cinco años. Por su parte, las empresas públicas, las entidades descentralizadas y aún los gobiernos territoriales, redujeron conjuntamente su endeudamiento en términos del producto en 2,8 puntos del PIB. Las empresas disminuyeron su deuda de 8,1% del PIB en 1996 a 5% en marzo de 2002, las entidades descentralizadas de 0,9% a 0,5% y los gobiernos territoriales de 3,2% en 1997 a 2,9%.

El incremento de la razón deuda a PIB del gobierno nacional ha estado principalmente asociado al aumento del saldo de deuda (numerador), aunque sin duda existe un efecto no despreciable por la caída de la actividad económica (denominador), especialmente en 1998 y 1999 –con crecimientos reales de 0,6% y -4,1%, respectivamente. Por otra parte, el componente externo del saldo de deuda pudo verse afectado por la devaluación real que se registró entre 1997 y 1999.<sup>7</sup> A pesar de esas

---

<sup>7</sup> Para tener una idea de la incidencia que tuvo la recesión económica y la devaluación sobre la razón deuda a PIB del gobierno nacional, hemos realizado dos ejercicios sencillos e independientes. El primero indica que si la economía colombiana hubiera registrado desde 1997 el crecimiento promedio de la región (tasa promedio de 2,48% vs. la observada para Colombia de 0,82%), la razón deuda a PIB del gobierno nacional al finalizar el 2001 sería de 45,5% (3,5 puntos menos al nivel registrado). El segundo ejercicio concluye que si el tipo de cambio nominal se hubiera devaluado al ritmo de la inflación desde 1997, la razón deuda a PIB del gobierno nacional sería de 43,4% en el 2001 (5 puntos menos al nivel registrado).

circunstancias, como se evidencia en los párrafos siguientes, la causa predominante del incremento de la razón deuda a PIB fueron los cuantiosos requerimientos de nuevos créditos (o necesidades de financiamiento) que año a año vino registrando el gobierno central, para cubrir sus faltantes de caja (el déficit), pero también para pagar las amortizaciones de deuda que se vencieron en cada vigencia.

Para financiar las necesidades de caja del gobierno, la Tesorería General de la Nación cuenta con los recursos de la deuda, pero también con recursos provenientes del manejo de sus portafolios y, excepcionalmente, con recursos provenientes de las privatizaciones. Cuando recibe ingresos por privatizaciones y/o utiliza excedentes de sus portafolios para financiar dichas necesidades, el gobierno nacional tiene menores necesidades de nuevos créditos. En este sentido, definimos los requerimientos de nuevos créditos para un período  $t$  como:  $[\text{Requerimientos de Nuevos Créditos}]_t = [\text{Déficit}]_t + [\text{Amortizaciones de Deuda}]_t - [\text{Movimiento del Portafolio} + \text{Privatizaciones}]_t$ .

En el Cuadro 4 se muestran los requerimientos de nuevos créditos que tuvo el SPNF entre 1996 y el 2001. Desafortunadamente aún no se cuenta con toda la información necesaria para hacer este cálculo para el primer trimestre de 2002. Los datos indican que dichos requerimientos están determinados primordialmente por las necesidades financieras del gobierno nacional. De hecho, los requerimientos de crédito para el Resto del SPNF se redujeron de 2,3% a 0,4% del PIB entre 1996 y 2001, mientras los requerimientos del gobierno nacional se incrementaron de 5,5% a 13,8% del PIB entre estos dos años. Los requerimientos de crédito para el gobierno nacional crecieron en promedio al 37% en los últimos cinco años (al 45% si se excluye el año 2000). En el 2000 este indicador se redujo porque fueron menores los compromisos por amortizaciones (\$7,57 billones vs. \$8,14 billones en 1999) y porque se utilizaron cerca de \$230 mil millones de los portafolios de la Tesorería.

En todo el período el déficit de caja es el que explica mayoritariamente los requerimientos de nuevos créditos del gobierno nacional y, por consiguiente, la expansión de su deuda. Entre 1996 y 2001, el déficit de caja del gobierno se triplicó, al pasar de \$3,7 billones a \$11,3 billones. La expansión del déficit fue relativamente menor en los dos últimos años (crecimientos nominales de 17,2% y 8,6% versus una promedio de 34,2% para los tres años anteriores), lo cual refleja el ajuste que se ha

---

Este último ejercicio no captura la caída en la demanda agregada (y del producto) de la menor devaluación, por lo que los 5 puntos de diferencia claramente sobreestiman el efecto.

adelantado en las finanzas del gobierno en el marco del acuerdo con el FMI. El Resto del SPNF registró cuantiosos superávits de caja, especialmente desde el 2000, que compensaron el desequilibrio financiero del gobierno central. Estos excedentes se generaron primordialmente en la actividad petrolera y por la provisión de reservas del sistema público de pensiones.

Cuadro 4  
**Requerimientos de Nuevo Crédito del SPNF**  
 Flujos en Miles de millones de pesos y *Porcentaje del PIB*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	97/96	98/97	99/98	00/99	01/00
	\$ Miles de Millones y Porcentajes del PIB						Crecimiento Nominal				
Requerimientos de Crédito del SPNF	8.074	11.554	14.848	20.184	18.909	27.117	43.1	28.5	35.9	-6.3	43.4
% del PIB	8.0	9.5	10.6	13.3	10.9	14.1					
Déficit (+) / Sup. (-)	1.709	3.992	5.149	8.034	7.336	8.354	133.5	29.0	56.0	-8.7	13.9
Amortizaciones	4.711	6.425	6.209	11.172	10.328	14.105	36.4	-3.4	79.9	-7.5	36.6
Portafolio y Privat	-1.653	-1.137	-3.490	-978	-1.245	-4.657	31.2	-207.0	72.0	-27.2	-274.1
Requerimientos de Crédito del GNC	5.787	8.808	11.409	17.105	17.737	26.402	52.2	29.5	49.9	3.7	48.9
% del PIB	5.7	7.2	8.1	11.3	10.2	13.8					
Déficit (+) / Sup. (-)	3.728	4.504	6.941	8.868	10.395	11.290	20.8	54.1	27.8	17.2	8.6
Amortizaciones	2.823	4.207	4.711	8.147	7.571	11.584	49.0	12.0	73.0	-7.1	53.0
Portafolio y Privat	764	-97	242	-89	229	-3.528	-112.7	349.6	-136.9	355.8	-1.643.2
Requerimientos de Crédito del RSPNF	2.287	2.746	3.439	3.079	1.172	715	20.1	25.2	-10.5	-61.9	-39.0
% del PIB	2.3	2.3	2.4	2.0	0.7	0.4					
Déficit (+) / Sup. (-)	-2.018	-512	-1.792	-834	-3.059	-2.935	74.6	-250.0	53.4	-266.6	4.0
Amortizaciones	1.888	2.218	1.498	3.024	2.758	2.521	17.5	-32.5	101.9	-8.8	-8.6
Portafolio y Privat	-2.417	-1.040	-3.733	-889	-1.474	-1.129	57.0	-259.0	76.2	-65.7	23.4

Fuente: SPP-SGEE Banco de la República y Confis

El otro gran componente de los requerimientos de crédito son las amortizaciones que se deben cubrir cada año y que vistas en retrospectiva, corresponden a déficits de períodos anteriores. Sólo en el 2001 las amortizaciones pagadas por el gobierno nacional fueron ligeramente superiores a su déficit, debido a la operación *swap* que se registró en junio, mediante la cual se sustituyó \$5,6 billones de vieja deuda en TES por nuevas contrataciones. En este año, la Tesorería acumuló en sus portafolios cuantiosos recursos (\$3,5 billones), especialmente por el pre-fondeo del presupuesto del 2002, que realizó con recursos externos. Esta operación por US\$ 1.830 millones hace que se eleven los requerimientos de crédito del GNC en el 2001, en 2,2% del PIB. Las

amortizaciones pagadas por el RSPNF se han mantenido a niveles moderados en los últimos años.

## **5. Instrumentos y Mecanismos de Colocación de la Deuda del Gobierno Nacional**

5.1 *Instrumentos de Deuda.* Los instrumentos utilizados por el Gobierno Nacional para contratar deuda en los mercados nacional y extranjero han cambiado considerablemente en los últimos tiempos. Con estos cambios, distintas han sido las implicaciones de la deuda del gobierno sobre el resto de la economía. Mientras que a finales de los años ochenta, el 58% de la deuda interna del gobierno nacional se había respaldado con pagarés a favor del Banco de la República,<sup>8</sup> en marzo de 2002 la deuda mediante pagarés es residual (1,5%) y en esta ocasión se utilizan como colateral de ciertos recursos públicos que maneja la Tesorería por encargo fiduciario y por el pasivo del Banco Agrario. Como es de conocimiento público, en la última década el Banco de la República ha estado restringido constitucionalmente para dar créditos directos al gobierno, por lo que esa fuente del financiamiento prácticamente desaparece en sus recientes cuentas de deuda. Sólo un pequeño remanente por \$184 mil millones en TES A a favor del Emisor, figuran en los pasivos financieros del gobierno.

El bono de mayor circulación que expidió el gobierno nacional en los años ochenta fue el Título de Ahorro Nacional (TAN), mediante el cual se logró la máxima captación en 1990 de \$273 mil millones, monto que representó para este año el 28% del total de su deuda interna. Los TAN fueron creados por el Decreto 382 de 1983 bajo el estado de la Emergencia Económica, como un recurso transitorio hasta por \$70 mil millones, con la doble particularidad de que el Banco de la República sería el agente administrador de su emisión y colocación e, igualmente, *garante solidario* de su pago. Como lo muestran varios trabajos, no sólo se constituyó en un recurso permanente, sino que por su naturaleza el servicio de los TAN recayó también en el Emisor, por lo que se constituyó en una fuente de expansión monetaria (Avella M, 2000). Otros bonos como los Agrarios, los de Desarrollo, los de Bienestar Familiar, los de Valor Constante y los Ley 21 de 1963, completaron la gama de papeles de deuda interna que circularon en los ochenta y, al igual que los TAN, sus términos de colocación no reflejaron propiamente las condiciones del mercado.

---

<sup>8</sup> Créditos que recibía el gobierno para hacer uso de los cupos especiales que le otorgaba el Emisor

Las reformas de los noventa cambiaron las condiciones de endeudamiento interno del gobierno y los Títulos de Tesorería Clase B –TES B–, se convirtieron en el instrumento predominante. Cuando se emiten por primera vez los TES en 1992, llegaron a explicar el 38% de la deuda interna de la Nación y su valor representó el 0,74% del PIB. Diez años después, el 67% de los pasivos financiero internos de la Nación se han adquirido a través de los TES B y representan el 18,5% del PIB. El Cuadro 4 muestra que desde 1999, los TES B se expiden no sólo en la moneda nacional, sino también en dólares y en Unidades de Valor Real Constante (UVRC). Los TES bajo estas dos últimas denominaciones han sido bastante aceptados por el mercado, al punto que actualmente representan una tercera parte del total de los títulos de la Tesorería.

Con la crisis del sistema financiero a finales de los noventa, el Fogafin emitió los bonos para capitalización de la banca pública que serán servidos por el gobierno nacional por un lapso de 10 años. La primera emisión aprobada en junio de 1999 fue de \$3 billones y a marzo de 2002, el saldo de estos bonos asciende a \$4,62 billones. Otros papeles como los bonos de la Ley de Vivienda (Ley 546 de 1999), los bonos de Seguridad, los bonos para la Paz, los bonos Colombia, los Títulos de Reducción de Deuda TRD's, etc, se han constituido en instrumentos adicionales de deuda y para el 2001, en su conjunto, explican el 12% de la deuda interna del gobierno.

Además de los bonos de circulación interna y de los pagarés de la Tesorería por fondos administrados en fiducia, el gobierno nacional ha contraído otros pasivos clasificados como pasivos con el sistema financiero, que provienen de la deuda que ha asumido la Nación de otras agencias del Estado. Las cifras indican que estos compromisos crecieron de manera significativa desde 1999, cuando se acercaron a \$1,3 billones (0,8% del PIB). A marzo de 2002, el gobierno tenía pasivos por este concepto por \$1,9 billones (1% del PIB). Durante los últimos tres años, las operaciones más costosas que se registran en este rubro corresponden a un crédito de corto plazo con Bancoldex por \$618 mil millones, a la asunción de la deuda de Corelca por \$500 mil millones, a la asunción de la deuda de Carbocol por \$180 mil millones y a un Pagaré por \$1.236 mil millones con el Banco Agrario, por la liquidación de la Caja Agraria.

En cuanto a los instrumentos de deuda externa utilizados por el gobierno, también se han registrado cambios importantes en los últimos tiempos. Durante los años ochenta, tres cuartas partes del crédito público externo provino de los organismos multilaterales y de la banca comercial. El resto lo prestaron los gobiernos de otros países y los proveedores. Hacia finales de la década, sólo el 2% del total de la deuda

externa se consiguió a través de la colocación de bonos en los mercados internacionales. Como lo muestra el Cuadro 5, esta historia ha venido cambiando durante los años noventa. Hacia 1996, la deuda externa adquirida por el gobierno nacional mediante bonos representaba ya el 34% del total. Su participación sigue creciendo, de manera que a marzo de 2002 el 62% de las acreencias externas del gobierno están representadas en bonos.

Cuadro 5

**Instrumentos de Deuda del Gobierno Nacional**

Saldos en Miles de Millones de Pesos y Porcentajes del PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	Mar 02	97	98	99	00	01	Mar 02
	Miles de Millones de pesos						Porcentajes del PIB					
<b>TOTAL ( 1 + 2 )</b>	<b>21.778</b>	<b>31.232</b>	<b>47.916</b>	<b>74.851</b>	<b>94.018</b>	<b>94.508</b>	<b>17.9</b>	<b>22.2</b>	<b>31.6</b>	<b>43.1</b>	<b>49.0</b>	<b>48.4</b>
1. Deuda Interna	11.351	15.559	25.274	42.916	52.347	54.174	9.3	11.1	16.7	24.7	27.3	27.8
1.1 Bonos	11.105	15.442	21.561	30.634	39.133	41.944	9.1	11.0	14.2	17.6	20.4	21.5
TES B en pesos	9.614	13.534	16.738	19.457	22.484	24.821	7.9	9.6	11.0	11.2	11.7	12.7
TES B en dólares	0	322	1.562	1.913	3.457	2.255	0.0	0.2	1.0	1.1	1.8	1.2
TES B en UVRC	0	0	1.800	5.402	7.424	9.039	0.0	0.0	1.2	3.1	3.9	4.6
Ley de Vivienda	0	0	0	1.879	2.178	2.182	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1
Otros 1/	1.491	1.586	1.461	1.982	3.589	3.647	1.2	1.1	1.0	1.1	1.9	1.9
1.2 Cartera con el Sist-Financ.	241	112	1.281	2.193	2.111	1.907	0.2	0.1	0.8	1.3	1.1	1.0
1.3 Pagarés de la Tesorería	5	4	107	1.395	1.498	118	0.0	0.0	0.1	0.8	0.8	0.1
1.4 Bonos Pension. Emitidos	-	-	-	4.174	5.329	5.580	-	-	-	2.4	2.8	2.9
1.5 Bonos Capitalización Banca Pública	-	-	2.324	4.520	4.277	4.625	-	-	1.5	2.6	2.2	2.4
2. Deuda Externa	10.427	15.673	22.642	31.935	41.671	40.334	8.6	11.2	14.9	18.4	21.7	20.7
2.1 Multilaterales	2.697	3.908	7.041	9.605	12.084	11.825	2.2	2.8	4.6	5.5	6.3	6.1
2.2 Bilaterales	701	694	647	592	470	441	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
2.3 Banca Comercial	2.324	2.936	3.078	4.357	3.074	3.000	1.9	2.1	2.0	2.5	1.6	1.5
2.4 Proveedores	119	172	221	115	132	130	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
2.5 Bonos	4.586	7.964	11.655	17.267	25.911	24.939	3.8	5.7	7.7	9.9	13.5	12.8

1/ Incluye: Bonos Agrarios, TAN, Bonos para la Seguridad, Bonos para la Paz, Bonos Valor Constante, Bonos Ley 55, Bonos Colombia, TRD y otros títulos.

Fuente: SSP-SGEE, Banco de la República.

Es evidente que la preponderancia de los préstamos de la banca comercial que fluyeron en el pasado al país en forma de sindicaciones, ha sido sustituida por los bonos. Los bonos *Yankee's* del gobierno Colombiano (emisiones diversas, referenciadas como la 99, 03, 04, 09, 16, 20) son los de mayor circulación en los mercados internacionales. En los últimos años también se han colocado los llamados bonos República de Colombia (01) y los bonos Global (emisiones 07, 08, 09 y 27).



5.2 *Mecanismos de Colocación de los TES B.* Durante los diez años que lleva el gobierno nacional adquiriendo deuda interna a través de los títulos de la Tesorería TES –Clase B, se han utilizado tres mecanismos básicos para su colocación. El primero, llamado *colocaciones forzosas*, se originó en el Decreto 1013 de 1995 mediante el cual el ejecutivo dispuso que los establecimientos públicos del orden nacional deberían invertir sus excedentes de liquidez en estos títulos, con la particularidad de que debían ser adquiridos en el mercado primario y sin la opción de ser transados en el mercado secundario. Una variante de este mecanismo, las *colocaciones convenidas*, surgieron como un arreglo entre el gobierno y el Instituto de los Seguros Sociales –ISS- que comprometía a éste a invertir sus recursos en TES B, pero con la opción alternativa de compra en el mercado secundario. Finalmente el *sistema de subastas*, como mecanismo propio de mercado, constituye la opción de inversión de los particulares y se remonta a comienzos de 1993, cuando el gobierno colocó por primera vez títulos TES B a tasa fija (mayores detalles en Correa P, 2000).

Las estadísticas muestran que la mayor parte de la deuda del gobierno a través de TES B se ha adquirido mediante colocaciones forzosas y convenidas. En 1995, dos terceras partes de los TES B se habían colocado a través de estos dos mecanismos, es decir que en su mayoría los acreedores del gobierno nacional eran otras agencias del Estado. Sólo el 23% se había colocado bajo el mecanismo de subasta, mientras el saldo remanente correspondían a otro tipo de colocación que sustituyó viejos títulos del gobierno. El Gráfico 2 muestra que para 1998 los TES B colocados por subasta había ascendido al 27% del total, mientras las otras dos conjuntamente explicaban el 73%. Valga precisar que a partir de 1999 se unificaron las emisiones de TES colocados por convenidas y forzosas, de manera que el registro estadístico por separado desaparece. A partir de entonces, igualmente se acrecienta el proceso de fungibilidad de títulos, lo que hace aún más difícil llevar la estadística del mecanismo de colocación.<sup>9</sup>

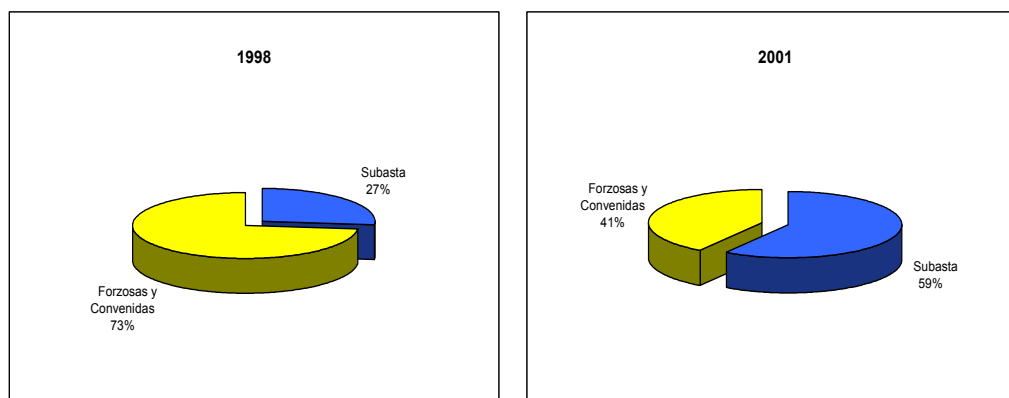
El ascenso del mecanismo de subasta utilizado por el gobierno se hace más evidente para el 2001. En este año, el 59% del total de las nuevas emisiones de TES B se hizo por subasta en tanto el 41% se colocaron por los mecanismos arreglados con las otras agencias del Estado. Como se evidencia en la siguiente sección, el mayor rendimiento ofrecido por los papeles del gobierno en los últimos tiempos frente a las otras alternativas del ahorro financiero, ha llevado a que los inversionistas, tanto

---

<sup>9</sup> A través de ésta característica de los títulos, la fungibilidad, se pueden reunir en un solo instrumento varias emisiones pasadas del mismo tipo.

particulares como institucionales, demandan más TES. Así mismo, son cuantiosos los recursos que ha invertido el sistema financiero durante los últimos años en TES (Caballero C, 2002). Tanto las inversiones de los particulares como las registradas por el sistema financiero se realizan a través del mecanismo de subasta, de manera que finalmente no sorprende las participaciones que se muestran en el Gráfico 2.

Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN DE LOS TES B POR MECANISMO DE COLOCACIÓN



Fuente: SGEE-Banco de la República

5.3 *Quiénes Poseen los TES del Gobierno?*. El aumento de las colocaciones de los títulos de la Tesorería mediante los sistemas forzoso y convenido que se registró hasta 1998, implicó que fueran las agencias públicas distintas al gobierno central, las que en mayor proporción financiaron su déficit. Como se ilustra en el Cuadro 6, para 1999 el 58,1% de los TES B los tenía el ISS y las grandes empresas de Estado. Las instituciones financieras públicas tenían el 20% de los TES B, en tanto el sector privado poseía el 22%. Estos dos últimos tipos de inversionistas adquirieron la mayor parte de estos títulos por el sistema de subasta.

A partir del año siguiente se presentan hechos interesantes. En primer lugar las entidades públicas que tradicionalmente mantenían la mayor parte de los TES, como el ISS y las empresas, bajan considerablemente su posesión. El ISS reduce su participación de 31% a 18,3% entre 1999 y marzo de 2002, mientras la participación de las empresas cae de 10,1% a 3,9%. Ecopetrol, por ejemplo, entregó en administración fiduciaria en el año 2000, \$2,34 billones que tenía invertido en TES para constituir un patrimonio autónomo para fondar su pasivo pensional. Realmente quien mantiene e inclusive aumenta sus inversiones en TES es la misma Tesorería, con los recursos del Fondo Nacional de Regalías que administra en fiducia.

Cuadro 6

**Poseedores de los TES B del Gobierno Nacional**  
Miles de millones de pesos y participación porcentual

	1999	%	2000	%	2001	%	Mar 02	%
<b>Sector Público Financiero</b>	<b>4.009</b>	<b>19.9</b>	<b>4.716</b>	<b>17.6</b>	<b>4.381</b>	<b>13.1</b>	<b>4.298</b>	<b>11.9</b>
Finagro, IFI, FEN	710	3.5	587	2.2	392	1.2	404	1.1
Banco de la República	2.095	10.4	2.727	10.2	1.843	5.5	1.361	3.8
FOGAFIN	1.157	5.8	1.205	4.5	1.411	4.2	1.455	4.0
Bancos 1/	47	0.2	197	0.7	735	2.2	1.077	3.0
<b>Sector Público No Financiero</b>	<b>11.682</b>	<b>58.1</b>	<b>13.253</b>	<b>49.5</b>	<b>15.710</b>	<b>47.1</b>	<b>15.187</b>	<b>42.1</b>
ISS	6.214	30.9	6.667	24.9	6.738	20.2	6.597	18.3
Empresas 2/	2.039	10.1	1.268	4.7	1.262	3.8	1.410	3.9
Resto	3.429	17.1	5.318	19.9	7.711	23.1	7.180	19.9
<b>Sector Privado</b>	<b>4.408</b>	<b>21.9</b>	<b>8.804</b>	<b>32.9</b>	<b>13.276</b>	<b>39.8</b>	<b>16.630</b>	<b>46.0</b>
Cías. De Seguro y Fondos de Inv.	143	0.7	442	1.7	565	1.7	634	1.8
Personas Jurídicas	877	4.4	1.386	5.2	2.150	6.4	2.620	7.3
Entidades Financieras	2.609	13.0	5.400	20.2	8.930	26.8	11.829	32.8
Otros 3/	778	3.9	1.576	5.9	1.631	4.9	1.547	4.3
<b>TOTAL</b>	<b>20.100</b>	<b>100</b>	<b>26.772</b>	<b>100</b>	<b>33.367</b>	<b>100</b>	<b>36.115</b>	<b>100</b>

Fuente: DFV-SGEE, Banco de la República

1/ Incluye Banco Cafetero, Banco del Estado, y Banco Agrario.

2/ Incluye ECOPETROL, Telecom, Sena, Isagen, Invías y otras.

3/ Incluye personas naturales, entidades sin ánimo de lucro y otras.

En segundo lugar, entre 1999 y el 2000, instituciones como el Fogafin, Finagro, la Fen y, especialmente, el Banco de la República, aumentaron apreciablemente su posesión de TES. En estos dos años el Emisor mantuvo el 10% del total de los títulos de Tesorería, mientras el Fogafin mantuvo el 5%. Pero sin duda quien ha aumentado de forma cuantiosa sus inversiones en los títulos de la Tesorería en los últimos tres años es el sector privado, al pasar de 22% a 46% del total de TES en circulación. Dentro de este sector, las entidades financieras aumentan su portafolio en TES de \$2,6 billones en 1999 a \$11,8 billones en marzo de 2002.

Las inversiones del sistema financiero en títulos del gobierno es de tal magnitud que dentro de su activo total pasaron de representar el 3,9% en diciembre de 1998 a 10,3% en septiembre de 2001 (Caballero C, 2002, p. 18). La mayor rentabilidad de estos títulos ofrecida en los últimos años, frente a las otras alternativas que ofrece el mercado, también ha motivado su mayor demanda por parte de las compañías aseguradoras y capitalizadoras, los fondos mutuos de inversión, las personas naturales y jurídicas y, de manera especial, las administradoras de pensiones y cesantías.

## 6. Perfil de la Deuda del Gobierno Nacional.

6.1 *Plazos y Rendimientos de los TES B.* El Cuadro 7 muestra los plazos de colocación y el tipo de rendimiento pactado que están implícitos en los saldos de los TES B desde 1997. Desde entonces, los TES B han representado en promedio el 80% de la deuda interna del gobierno nacional, por lo que las condiciones financieras de su colocación han jugado un papel importante en el monto de los intereses y en el tamaño del déficit.

Cuadro 7  
**Saldos de Capital de los TES B por Vencimiento y Tipo de Rendimiento**  
Miles de Millones de Pesos y Participación Porcentual 1/

	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	Mar 02	%
<b>Plazos</b>												
0-5 años	8.271	86.0	8.660	62.5	13.500	67.2	17.314	64.7	17.777	53.3	16.868	46.7
5-10 años	1.104	11.5	2.841	20.5	4.266	21.2	7.143	26.7	13.295	39.8	16.849	46.7
10-15 años	239	2.5	2.355	17.0	2.335	11.6	2.315	8.6	2.295	6.9	2.398	6.6
Total por Plazo	9.614	100	13.856	100	20.100	100	26.772	100	33.367	100	36.115	100
<b>Rendimiento</b>												
Tasa Fija	7.389	76.9	7.452	53.8	13.782	68.6	20.679	77.2	24.468	73.3	27.215	75.4
Tasa Variable	2.225	23.1	6.149	44.4	5.909	29.4	5.685	21.2	8.457	25.3	8.458	23.4
Mixtos 2/	0	0.0	255	1.8	409	2.0	409	1.5	442	1.3	442	1.2
Total por Rendimiento	9.614	100	13.856	100	20.100	100	26.772	100	33.367	100	36.115	100
Memo Item: Tasa Implícita TES 3/	27.6		26.5		24.7		19.5		15.6		9.4	
Tasa de Interés de Mercado 4/	24.1		32.6		21.3		12.1		12.4		10.6	

1/ Los títulos en dólares y en UVRC se convierten a la TRM y UVRC del último día de cada mes.

2/ Corresponde a Tes B emitidos por la Nación a un plazo de 10 años, los dos primeros años son a tasa fija y los ocho últimos a tasa variable.

3/ Se calcula como el pago de intereses en el período (t) sobre el saldo de capital vigente en (t-1).

4/ Corresponde a la DTF promedio del año.

Fuente: SGEE- DFV, Banco de la República.

En términos de los plazos de colocación se observa como hecho predominante la alta concentración de TES a plazos menores de cinco años, aunque esta tendencia se ha suavizado los últimos tiempos. Entre 1996-97, alrededor del 90% del total de los TES se vencían en los siguientes cinco años y unas fracciones relativamente marginales se habían colocado en el mediano y largo plazos (de 5 a 10 años y de 10-15 años, respectivamente). La proporción de emisiones de más corto plazo se redujo paulatinamente, al punto que para marzo de 2002 el 46,7% del saldo de TES se vencen antes del 2007. El saldo de TES con vencimientos entre 5 y 10 años aumentó de 4,2% a 46,7% entre 1996 y el primer trimestre del 2002. Por su puesto que este cambio de

perfil suaviza la presión que ejerce el vencimiento de los títulos de la Tesorería sobre las necesidades de financiamiento del gobierno para los próximos años.

Por tipo de rendimiento, las cifras indican que en 1996 el 80% de los TES se habían colocado a tasas fijas. Esta proporción se redujo al 54% en 1998, pero en los últimos años esta tendencia se revirtió, de manera que a marzo del 2002 el saldo de TES pactados a tasas fijas asciende a 75,4%. Las emisiones de TES a tasas variables, que están atadas básicamente a la inflación y al comportamiento de la DTF, han sido relativamente minoritarias; hoy en día explican escasamente una cuarta parte del total de TES en circulación. Solamente en 1998 representaron un monto considerable, el 44,4% del total, justamente cuando la DTF marco el pico más alto en la historia reciente del país.

En la parte inferior del Cuadro 7 se muestra la tasa de captación del mercado (DTF promedio) versus la tasa implícita pagada por los títulos de la Tesorería. El hecho predominante en los últimos años es que los TES han pagado rendimientos superiores a los del mercado, con la excepción del año 1998, durante el cual la tasa de mercado excedió en 6 puntos a la tasa implícita de los TES. En los años restantes, la tasa pagada por los TES superó en varios puntos a la ofrecida por el mercado, aunque esta brecha se ha reducido considerablemente en el último año. Vista en una retrospectiva más amplia, en el trienio 1997-99 la tasa real implícita de la deuda interna del gobierno nacional fue en promedio 11% mientras la tasa implícita, en dólares, de su deuda externa fue de 7,9%. A este último computo se le debe adicionar la devaluación nominal del peso, que en este período fue en promedio del 23,1% (Hernández, Lozano y Misas, 2000).

Si se tiene en cuenta el perfil de los rendimientos pactados en los TES, especialmente en una coyuntura que se caracterizó por elevadas tasas de interés del mercado y, adicionalmente, la concentración de las emisiones entre 1996 y 1998 a plazos inferiores a cinco años, no cabe duda del elevado costo que implicaron estas condiciones financieras de los TES en términos del pago de intereses y la consiguiente presión sobre el déficit del gobierno. Las cifras señalan que el pago de intereses de la deuda interna del gobierno ascendió de \$632 mil millones (0,75% del PIB) en 1995 a \$ 4,37 billones (2,52% del PIB) en el 2000. En términos del producto, en el año 2001 se redujo el pago de intereses internos a 2,28%. Por su parte, el pago en moneda nacional de los intereses de la deuda externa del gobierno ascendió de \$404 mil millones (0,48% del PIB) en 1995 a \$3,1 billones en el 2001 (1,62% del PIB). Así las cosas, los intereses

de la deuda total del gobierno se multiplicaron por más de siete veces en los últimos seis años.

*6.2 Plazos y Rendimientos de la deuda Externa.* El perfil de las amortizaciones de la deuda externa del gobierno nacional, que ascendió a US\$17.837 millones en marzo de 2002, se muestra en el Cuadro 8.<sup>10</sup> A esta fecha, el 62% de los pasivos externos del gobierno se habían adquirido a través de bonos, el 29% mediante créditos multilaterales y el 7,5% con créditos de la banca comercial. Los créditos bilaterales y de proveedores son relativamente pequeños y sólo explican de manera conjunta el 1,5%. Es preciso anotar que en mayo de 2002, el gobierno nacional canjeó US\$600 millones de su deuda externa, por deuda interna. El cambio de perfil en las amortizaciones de capital que implicó esta operación no se tiene en cuenta en esta sección, por lo que los datos que aquí se presentan podrían ser ligeramente diferentes.

Tabla 8  
**Perfil de Amortizaciones de la Deuda Externa del Gobierno Nacional**  
 Saldo a Marzo de 2002: US\$ 17.837 millones

Prestamista	2002 *	2003	2004	2005	2006	2007	< 6 años	6 – 15 años	15 – 30 años
	Millones de dólares								
Bonos	234	1.188	875	1.397	500	1.000	5.194	5.835	0
Multilaterales	636	921	556	445	391	348	3.297	1.929	3
Banca Comercial	702	268	55	43	37	150	1.255	74	0
Bilaterales	45	21	15	15	12	11	120	74	1
Proveedores	18	16	12	5	2	0	54	2	0
<b>TOTAL</b>	<b>1.636</b>	<b>2.414</b>	<b>1.512</b>	<b>1.905</b>	<b>942</b>	<b>1.510</b>	<b>9.920</b>	<b>7.913</b>	<b>4</b>
	Participación Porcentual								
Bonos	14.3	49.2	57.9	73.3	53.1	66.2	52.4	73.7	0.0
Multilaterales	38.9	38.2	36.8	23.4	41.5	23.0	33.2	24.4	64.8
Banca Comercial	42.9	11.1	3.6	2.3	3.9	10.0	12.7	0.9	2.4
Bilaterales	2.8	0.9	1.0	0.8	1.3	0.7	1.2	0.9	32.8
Proveedores	1.1	0.7	0.8	0.3	0.2	0.0	0.5	0.0	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Memo Item:

Porcentaje del saldo contratado a tasa fija: **65.3 %**

Porcentaje del saldo contratado a tasa variable: **34.7 %**

Tasa Fija Promedio Ponderada: **10.5%**

\* Corresponde a las amortizaciones a realizar entre Abril y Diciembre de 2002.

Fuente: SGEE, Banco de la República.

<sup>10</sup> Las amortizaciones que se muestran en este cuadro corresponden a los saldos residuales por todos los desembolsos recibidos antes de esta fecha de corte.

Es evidente la alta concentración de los compromisos externos del gobierno en los próximos años y la consiguiente presión que tendrán esos pagos sobre sus finanzas. Del total de pasivos, el 55,6% se vence antes de finalizar el año 2007, mientras las cancelaciones restantes se distribuyen en los diez años siguientes (entre el 2008 y 2017). Por el monto de los pasivos y sus compromisos de pagos ya pactados, antes del 2005 el gobierno nacional va a tener un margen relativamente estrecho para conseguir recursos externos del financiamiento que excedan sus amortizaciones.

Entre abril y diciembre de 2002, la Nación tiene que girar US\$1.636 millones por amortizaciones, especialmente a la banca comercial (43%) y a los organismos multilaterales (39%). En la siguiente vigencia (año 2003), la Nación aumentará sus giros por amortizaciones de deuda a US\$2.414 millones. De estos pagos, casi la mitad deberá cancelarlo a los poseedores de los bonos, en tanto el 38,2% se le cancelará a los organismos multilaterales de crédito. El monto de los compromisos externos de los dos años siguientes (2004 y 2005), asciende a US\$1512 millones y US\$1905 millones, respectivamente. Sin duda son los poseedores de los bonos, quienes nuevamente recibirán la mayor parte de esos giros (el 58% y 73,3% en ese bienio). En el 2006 se suaviza un poco los compromisos de pagos, pero en el 2007 nuevamente se acrecientan los giros por este concepto.

Aparte de la alta concentración del el pago de amortizaciones en los próximos cinco años, que tendrá que hacerse mayoritariamente a los poseedores de los bonos, la deuda externa de la Nación también se caracteriza porque cerca de dos terceras partes del saldo actual está contratada a tasa fija y el resto, el 34,7%, esta pactada a tasa variable, que usualmente depende de la tasa Libor a 6 meses y de las tasas de referencia del BID y el Banco Mundial. El costo de los créditos contratados a tasa variable se incrementó considerablemente desde finales de 1997, por el incremento de los spreads que en promedio pasaron de 200 a 600 puntos básicos (ver su evolución reciente en Urrutia M, 2002). En cuanto al costo del de la deuda contratada a tasa fija, hemos estimado la tasa fija promedio, ponderada por el monto de cada desembolso. El ejercicio nos arroja una tasa de 10,5%, la cual es relativamente onerosa dada la caída que registran las tasas externas desde comienzos de la nueva década. En el año 2000, la tasa Libor promedio de 6 meses fue de 6,7% y la Prime del 9,2% y en diciembre de 2001 estas habían descendido a 2% y 4,6%, respectivamente.

## 7. Conclusiones

Los principales resultados de este trabajo se listan en los siguientes puntos:

- El nivel de la deuda bruta consolidada de Colombia ascendió a \$116,9 billones en marzo del 2002 (60% del PIB). Esta suma representa 3,9 veces el nivel de deuda que registró el país en 1996, cuando fue del orden de \$30,1 billones (30% del PIB) y, a su vez, representa un crecimiento promedio anual de 31,6%, tasa que excede en 17,8 puntos al crecimiento nominal del PIB. Dentro de los pasivos totales del Estado, la deuda del SPNF representa el 95%.

- Las cifras revelan que en el primer trimestre del 2002, el endeudamiento del *gobierno nacional* alcanzó los \$94,5 billones (48,4% del PIB) explicando el 81% del endeudamiento público total. Por su parte la deuda de los *gobiernos territoriales* de \$5,6 billones (2,9% del PIB), descendió ligeramente en términos del producto al igual que la de las *entidades descentralizadas y de seguridad social* (\$983 mil millones ó 0,5% del PIB). El ritmo de endeudamiento de las *empresas públicas*, tanto nacionales como territoriales, ha venido en claro descenso e inclusive en los dos últimos años redujo su saldo nominal.

- Al cierre del primer trimestre de 2002, la deuda externa del gobierno nacional sumó US\$17.837 millones –\$40,33 billones que equivalen a 20,7% del PIB–, mientras la deuda interna alcanzó los \$54,1 billones –27,8% del PIB–. En esta última se incluyen los bonos pensionales emitidos y no redimidos por el gobierno nacional a favor de las personas que se trasladaron de régimen pensional por \$5,58 billones (2,9% del PIB) y los bonos del Fogafin emitidos para capitalizar la banca pública por \$4,62 billones (2,3% del PIB), cuyo servicio total estará a cargo de la Nación.

- Nuestros cálculos indican que la deuda neta del sector público consolidado pasó de \$31,8 billones (26,2% del PIB) en 1997 a \$92,6 billones (47,5% del PIB) en marzo de 2002. Las mayores acreencias dentro del propio sector público, por más de \$20 billones a diciembre de 2001, están representadas en los bonos de la Nación, especialmente TES B, que han sido adquiridos por otras agencias del Estado, especialmente por el ISS, las empresas y bancos públicos y el Banco de la República. Por su parte la deuda neta del SPNF ascendió a \$104,6 billones en marzo de 2002. Este monto, que equivale a 53,6% del PIB, es el relevante para las estimaciones de su



sostenibilidad y es superior en cerca de 10 puntos del PIB al nivel utilizado en este tipo de ejercicios.

- El incremento de la deuda del gobierno nacional en 34 puntos del PIB durante los últimos cinco años, ha estado principalmente asociado a los cuantiosos requerimientos de nuevos créditos que año a año vino registrando el gobierno central, para cubrir sus faltantes de caja (el déficit) y para pagar sus amortizaciones de deuda. Entre 1996 y 2001, el déficit de caja del gobierno se triplicó al pasar de \$3,7 billones a \$11,3 billones, mientras el flujo de las amortizaciones pasó de \$2,8 billones a \$11,5 billones.

- En los últimos años, alrededor del 80% de la deuda interna de la Nación fue adquirida a través de los títulos de Tesorería –TES B–. El aumento de sus colocaciones mediante los sistemas forzoso y convenido que se registró hasta 1998, implicó que para entonces fueran otras entidades públicas las que en mayor proporción financiaran el déficit del gobierno central. Durante los últimos dos años se han registrado cambios importantes. El ISS reduce su posesión de TES de 31% a 18,3% entre 1999 y marzo de 2002, mientras la posesión de las empresas cae de 10,1% a 3,9%. Por su parte las entidades del SPF, como el Fogafin, Finagro, la Fen y, especialmente, el Banco de la República, aumentaron apreciablemente su posesión de TES entre 1999 y el 2000. Sin embargo quien ha aumentado de forma cuantiosa sus inversiones en TES en los últimos tres años es el sector privado, al pasar de 22% a 46%. Dentro de este sector, las entidades financieras aumentan su portafolio en TES de \$2,6 billones en 1999 a \$11,8 billones en marzo de 2002.

- Entre 1996 y 1997, alrededor del 90% del total de los TES se vencían en los siguientes cinco años y unas fracciones relativamente marginales se habían colocado en el mediano y largo plazos (entre 5 y 15 años). La proporción de emisiones de más corto plazo se ha reducido paulatinamente, al punto que para marzo de 2002 sólo el 46,7% del saldo de TES se vencen antes del 2007. Por tipo de rendimiento, desde 1997 cerca de tres cuartas partes de los TES se han colocado a tasas fijas y una cuarta parte a tasa variable, que está atada básicamente a la inflación y al comportamiento de la DTF. Exceptuando el año 1998, donde cambia la proporción de fija a variable, los TES han pagado rendimientos superiores a los del mercado, aunque esta brecha se ha reducido en el último año.

- Aparte de la alta concentración en el pago de amortizaciones sobre deuda

externa en los próximos cinco años (el 56%), que tendrá que hacerse mayoritariamente a los poseedores de los bonos, los pasivos externos de la Nación también se caracterizan porque cerca de dos terceras partes del saldo actual (US\$17.837 millones) está contratada a tasa fija y el resto, el 34,7%, esta pactada a tasa variable. El costo de los créditos contratados a tasa variable se incrementó considerablemente desde finales de 1997, por el incremento de los spreads. Por su parte la tasa fija promedio, ponderada por el monto de cada desembolso, a marzo de 2002 fue de 10,5%, nivel relativamente oneroso por la caída que registran las tasas externas desde comienzos esta década.

## Referencias

- Avella, M (2000). Hacienda Pública, Moneda y Café. El papel protagonista de Alfonso Palacio Rudas, Común Presencia Editores, Bogotá
- Bailey, J (2000). Public Sector Debt: end-March 2000, Bank of England Quarterly Bulletin, August
- Caballero, C (2002). Una nota sobre la Evolución, la Estructura de la Deuda Pública y su implicación en el Sistema Financiero Colombiano, en Borradores de Economía N° 200, Banco de la República, febrero
- Clavijo, S (2002). Deuda Pública cierta y contingente: el caso de Colombia. En Borradores de Economía N° 205, Banco de la República, abril
- Correa, P (2000). Public debt, public debt markets and monetary policy in Colombia, en Borradores de Economía N° 147, Banco de la República, mayo
- Documento de Asesores Confis N° 2, (2002)
- Hernández A, Lozano I, y Misas M, (2000). La disyuntiva de la deuda pública: pagar o sisar, en Revista de Economía Institucional, N° 3, segundo semestre, Universidad Externado de Colombia
- Prospectiva Económica y Financiera N° 328, (2002)
- Urrutia, M (2002). Una Visión Alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década, en Borradores de Economía N° 207, Banco de la República, mayo