

# UNA NOTA SOBRE LA EVOLUCIÓN, LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA, Y SU IMPLICACIÓN EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

*Carlos Caballero Argáez\**

La evolución de la deuda pública de Colombia, externa e interna, muestra una trayectoria de crecimiento acelerado, tal como puede observarse en el Cuadro 1. La tasa promedio de crecimiento nominal anual de la deuda bruta total, en el período 1996-2001, fue de 29,4%<sup>1</sup>. El aumento de la deuda pública se dio a lo largo de la segunda mitad de los años 90 de tal manera que entre diciembre de 1995 y septiembre de 2001 su valor, expresado en pesos, se multiplicó por 4,3. El fenómeno, entonces, no tuvo lugar como consecuencia del menor crecimiento de la economía en 1998 y de la fuerte contracción de la misma en 1999 sino de mayores niveles de déficit financiados de manera creciente con deuda y, cada vez menos, acudiendo a la venta de activos de propiedad del Estado.

Mientras en diciembre de 1995 la deuda bruta del sector público no financiero representaba el 26,0% del PIB, en septiembre de 2001 ese porcentaje se había elevado a 50,6%<sup>2</sup>. Es interesante observar que la

---

\* Codirector del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradece la ayuda de Hernando Vargas, Luis Ignacio Lozano, Gloria Alonso, Luisa Silva, Néstor Espinosa y Juan Manuel Lima, de la Subgerencia de Estudios Económicos, y los valiosos comentarios de Fernando Tenjo, Leonardo Villar, Roberto Junguito, José Darío Uribe, Carlos Esteban Posada y Lorena de Moreno.

<sup>1</sup> La deuda bruta incluye las obligaciones entre entidades del sector público no financiero.

<sup>2</sup> El dato de endeudamiento público total más reciente del Ministerio de Hacienda y Crédito Público arroja un indicador de deuda total bruta del sector público no financiero con relación al PIB de 60% e incluye los bonos pensionales emitidos y no pagados, que equivalían al 2,2% del PIB en septiembre de 2001, y los bonos Fogafin de capitalización de la banca pública, que equivalían al 2,3% del PIB en la misma fecha. En estricto sentido, éste es el indicador correcto del tamaño económico de la deuda. Sin embargo, por no contarse con los datos comparables a partir de 1995, en este documento no se han incluido esos renglones de la deuda pública.

**Cuadro 1**  
**Deuda bruta del sector público no financiero 1/**

	Interna	Externa 2/	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual)		
<b>Dic-95</b>	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8			
<b>Dic-96</b>	12.679,4	13.018,3	25.697,7	12,6	12,9	25,5	49,3	50,7	27,7	8,3	17,1
<b>Dic-97</b>	18.774,3	17.743,6	36.517,9	15,4	14,6	30,0	51,4	48,6	48,1	36,3	42,1
<b>Dic-98</b>	23.946,4	24.721,4	48.667,9	17,0	17,5	34,5	49,2	50,8	27,5	39,3	33,3
<b>Dic-99</b>	30.604,3	33.129,6	63.734,0	20,5	22,2	42,8	48,0	52,0	27,8	34,0	31,0
<b>Dic-00</b>	40.864,2	42.155,5	83.019,7	24,1	24,8	48,9	49,2	50,8	33,5	27,2	30,3
<b>Sep-01</b>	45.111,4	49.651,5	94.762,9	24,1	26,5	50,6	47,6	52,4	23,5	22,1	22,8

1/ Deuda bruta: incluye las obligaciones entre entidades del sector público no financiero (SPNF).

2/ Incluye operaciones de *leasing* y titularización.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

deuda pública se encuentra repartida prácticamente por mitades entre externa e interna; la primera equivale a un 26,5% y la segunda al 24,1% del PIB.

La deuda neta del sector público constituye un 41,8% del PIB. Este indicador excluye la deuda interna del gobierno central cuyos acreedores son entidades territoriales y otras entidades públicas (el ISS y Ecopetrol, por ejemplo). Es decir, un monto de la deuda pública interna cercano a 10 puntos del PIB está en manos del mismo sector público; se trata, fundamentalmente, de títulos de deuda del Gobierno Nacional adquiridos por empresas públicas y entidades territoriales para invertir sus excedentes de tesorería y las reservas de pensiones (Cuadro 2).

A continuación, se describen tanto la estructura de la deuda pública externa como la de la interna. Posteriormente, se analizan el endeudamiento doméstico a través de la colocación de títulos, las inversiones de las entidades financieras en dichos títulos, y las implicaciones del incremento en el crédito neto del sistema financiero al sector público para las instituciones financieras y para el sector privado. Este trabajo, por consiguiente, no analiza ni la sostenibilidad de los actuales niveles de endeudamiento público ni lo que podría denominarse la economía de la deuda pública colombiana, su destino, su costo, su perfil y el peso de su servicio en la balanza de pagos del país hacia el futuro.

Cuadro 2  
Deuda neta del sector público no financiero 1/

	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual)		
Dic-95	6.437,2	12.017,8	18.455,0	7,6	14,2	21,9	34,9	65,1			
Dic-96	7.722,8	13.018,3	20.741,2	7,7	12,9	20,6	37,2	62,8	20,0	8,3	12,4
Dic-97	11.965,3	17.743,6	29.708,9	9,8	14,6	24,4	40,3	59,7	54,9	36,3	43,2
Dic-98	13.359,1	24.721,4	38.080,5	9,5	17,5	27,0	35,1	64,9	11,6	39,3	28,2
Dic-99	18.795,6	33.129,6	51.925,3	12,6	22,2	34,8	36,2	63,8	40,7	34,0	36,4
Dic-00	26.123,1	42.155,5	68.278,6	15,4	24,8	40,2	38,3	61,7	39,0	27,2	31,5
Sep-01	28.591,3	49.651,5	78.242,8	15,3	26,5	41,8	36,5	63,5	30,3	22,1	25,0

1/ Deuda neta: corresponde a la deuda del SPNF con el resto de la economía. El neteo consiste en eliminar los bonos públicos en poder del SPNF y los pagarés del GNC con entidades públicas.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

## I. LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

La deuda pública externa se incrementó en los últimos seis años a un ritmo anual promedio del 27,9%. El 82,3% de la deuda externa del sector público no financiero es de responsabilidad del Gobierno Nacional, el 12,4% de las entidades territoriales y el 5,3% restante de las entidades públicas.

El nivel de la deuda pública externa expresado en dólares de los Estados Unidos fue, en promedio, de US\$22.412 millones (m) durante 2001 y registró un ritmo de crecimiento de 6,67% en el curso de los últimos seis años. Al mismo tiempo, el PIB en dólares, era en 2001 un 12,1% menor que el de 1995 debido tanto a la contracción de la economía como a la devaluación del peso frente al dólar que tuvo lugar entre 1998 y 2000. De esta forma, tal como se observa en el Cuadro 3, la deuda bruta externa en dólares como proporción del PIB pasó de 16,5% en 1995 a 27,6% en 2001, indicadores superiores a los que resultan de las comparaciones efectuadas entre la deuda externa y el PIB, expresados ambos en pesos corrientes. De otra parte, un cálculo de la deuda externa neta, que resta a los saldos de deuda en cabeza del Gobierno Nacional la tenencia de los activos en moneda extranjera que conforman el portafolio de la Tesorería General de la Nación (TGN), coloca el

**Cuadro 3**  
**Deuda externa pública en millones de dólares**

1. Sector público consolidado 1/					
	Deuda externa bruta saldos promedio 2/ (a)	Variación % (b)	PIB (c)	Variación % (d)	Deuda/PIB % (e) = (a) / (c)
1995	15,278		92,507		16.5
1996	16,176	5.9	97,160	5.0	16.6
1997	17,260	6.7	106,660	9.8	16.2
1998	18,135	5.1	98,773	(7.4)	18.4
1999	19,503	7.5	84,752	(14.2)	23.0
2000	20,377	4.5	81,298	(4.1)	25.1
2001	22,412	10.0	81,340	0.1	27.6

2. Gobierno Nacional Central					
	Deuda externa, saldos promedio 2/		PIB	Deuda	
	Bruta	Neta 3/		Bruta / PIB %	Neta / PIB %
	(a)	(b)	(c)	(d) = (a) / (c)	(e) = (b) / (c)
1995	6,225	5,657	92,507	6.7	6.1
1996	7,081	6,186	97,160	7.3	6.4
1997	8,016	6,660	106,660	7.5	6.2
1998	9,475	8,925	98,773	9.6	9.0
1999	11,156	10,746	84,752	13.2	12.7
2000	13,458	12,981	81,298	16.6	16.0
2001	16,675	15,484	81,340	20.5	19.0

1/ Incluye la deuda del sector financiero público.  
2/ Promedio anual a partir de saldos trimestrales.  
3/ Para el cálculo de la deuda neta, se toma todo el portafolio de la TGN en el exterior, incluido el saldo del portafolio externo de pensiones públicas.  
Fuente: Banco de la República, SGEE.

indicador de deuda externa del Gobierno Nacional, en dólares, en 19,0% del PIB en 2001<sup>3</sup>.

La deuda externa de las entidades territoriales -que se mantuvo estable a lo largo de estos seis años y se redujo ligeramente en el año 2001- se

<sup>3</sup> La deuda externa privada, que se elevó de US\$10.800 m en 1995 a US\$17.642 m en 1998, bajó a US\$16.065 m de acuerdo con datos preliminares correspondientes al 31 de diciembre de 2001.

concentra, tal como puede observarse en el Cuadro 4, en la Empresa del Metro de Medellín (US\$674 m), en las Empresas Públicas de Medellín (US\$665 m), en la Central Hidroeléctrica de Urrá (US\$312 m), en la ciudad de Bogotá (US\$309 m) y en las Empresas Municipales de Cali (US\$216 m)<sup>4</sup>. La deuda externa de las entidades públicas se redujo en los últimos seis años; en la actualidad las obligaciones de mayor importancia son aquellas de Ecopetrol (US\$304 m), ISA (US\$292 m), el Instituto Nacional de Vías (Inviás) (US\$188 m) y Telecom (US\$ 108 m). La deuda de la Empre-

**Cuadro 4**  
**Deuda externa de mediano y largo plazo**  
**del sector público no financiero, según prestatario**  
(Saldos en millones de dólares)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Gobierno Nacional</b>	6,367	7,238	8,061	10,164	12,028	14,326	17,242
<b>Entidades territoriales</b>							
Bogotá	118	115	300	377	371	304	309
Urrá	14	117	219	314	315	330	312
EPM	576	488	532	626	698	706	665
EEEEB	768	594	160	93	15	13	11
EAAB	146	140	134	147	120	122	135
ETB	107	95	77	64	196	181	133
Emcali	129	152	174	213	251	226	216
ETMVA	718	774	791	773	729	695	674
Otras	212	218	186	192	164	185	142
<b>Subtotal</b>	<b>2,789</b>	<b>2,693</b>	<b>2,574</b>	<b>2,800</b>	<b>2,858</b>	<b>2,763</b>	<b>2,598</b>
<b>Otras entidades públicas</b>							
Ecopetrol	412	546	625	556	483	390	304
Telecom	209	202	179	164	143	121	108
FNC	27	20	15	11	83	72	60
ISA	709	576	454	526	557	298	292
Inviás	334	431	319	309	271	224	188
Carbocol	636	587	525	449	348	0	0
FNCV	0	0	81	72	62	51	46
Satena	0	0	28	42	43	32	30
ICFES	38	32	26	23	19	15	13
Otras	206	88	67	55	41	149	61
<b>Subtotal</b>	<b>2,572</b>	<b>2,483</b>	<b>2,319</b>	<b>2,205</b>	<b>2,049</b>	<b>1,353</b>	<b>1,101</b>
<b>Total deuda SPNF</b>	<b>11,727</b>	<b>12,414</b>	<b>12,954</b>	<b>15,169</b>	<b>16,936</b>	<b>18,442</b>	<b>20,942</b>

Fuente: Banco de la República, SGEE.

<sup>4</sup> Debido a las dificultades financieras de la empresa del Metro de Medellín, de la Central Hidroeléctrica de Urrá y de las Empresas Municipales de Cali es probable que el Gobierno Nacional termine por asumir estas obligaciones, lo cual elevaría el monto de la deuda del Gobierno Nacional en una cuantía del orden de US\$1.202 m.

sa de Energía Eléctrica de Bogotá, que era de US\$768 m en diciembre de 1995, cayó a US\$11 m en septiembre de 2001 como consecuencia de la venta del 49,0% de esta sociedad al sector privado. La deuda de Carbocol, que fue muy alta en el pasado, se redujo a cero en el año 2000, por cuanto el Gobierno Nacional la asumió antes de proceder a la venta de la participación de esta empresa en el proyecto carbonífero de El Cerrejón Zona Norte.

El 51,0% de la deuda externa pública total y el 61,9% de la del Gobierno Nacional se obtuvo mediante la colocación de bonos en el mercado internacional de capitales. En diciembre de 1995 esta parte de la deuda externa era ligeramente superior al 10,4% de la deuda pública total y participaba con el 19,2% de la deuda del Gobierno Nacional. La deuda externa con entidades multilaterales representa en la actualidad el 29,8% de la total; en diciembre de 1995 era el 42%. La deuda bilateral, por su parte, constituye un 4,7% de la total y se concentra en las entidades territoriales y en las otras entidades públicas. Y la deuda con la banca comercial, que también se redujo en los últimos seis años, es un 13,0% del total de la deuda pública externa (Cuadro 5).

El cambio en la composición de la deuda externa del Gobierno Nacional según prestamista fue muy significativo en los últimos seis años. Si bien el endeudamiento con las entidades multilaterales aumentó a partir de 1998 y se dobló entre diciembre de ese año y finales de 2001, la proveniente de inversionistas a través del mercado internacional de capitales se multiplicó por ocho veces en el período comprendido entre diciembre de 1995 y septiembre de 2001. Mientras tanto, el endeudamiento con gobiernos, banca comercial y proveedores se redujo considerablemente. Esta evolución conduce a que, en la actualidad, los acreedores del Gobierno Nacional sean de una naturaleza muy diferente a los del pasado.

Dentro de la deuda pública externa con la banca multilateral, diferente a la del Gobierno Nacional, la porción más elevada corresponde a las Empresas Públicas de Medellín. La deuda de Ecopetrol y la de Emcali está contratada fundamentalmente con la banca comercial y con gobiernos extranjeros (Cuadro 6).

## ***II. LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA***

La deuda pública interna se incrementó en los últimos seis años a un ritmo anual promedio del 31,4%. Como puede observarse, no se trató

**Cuadro 5**  
**Deuda externa de mediano y largo plazo**  
**del sector público no financiero, según prestamista (\*)**  
(Saldos en millones de dólares)

Año	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Multilaterales</b>							
Gobierno	2,118	2,072	2,085	2,534	3,758	4,309	4,859
Resto	2,796	2,321	1,751	1,846	1,750	1,563	1,380
<b>Bilaterales</b>							
Gobierno	749	690	542	450	345	265	210
Resto	744	840	825	859	839	785	784
<b>Banca comercial</b>							
Gobierno	2,096	1,846	1,797	1,904	1,643	1,954	1,457
Resto	1,336	1,529	1,833	1,945	2,002	1,470	1,265
<b>Proveedores</b>							
Gobierno	181	115	92	111	62	52	41
Resto	335	336	335	356	316	297	270
<b>Bonos</b>							
Gobierno	1,223	2,515	3,545	5,164	6,220	7,746	10,676
Resto	150	150	150	0	0	0	0
<b>Total</b>							
Gobierno	6,367	7,238	8,061	10,164	12,028	14,326	17,242
Resto	5,361	5,176	4,894	5,005	4,908	4,116	3,699
<b>Total deuda SPNF</b>	<b>11,727</b>	<b>12,414</b>	<b>12,954</b>	<b>15,169</b>	<b>16,936</b>	<b>18,442</b>	<b>20,942</b>

(\*) No incluye operaciones de *leasing* ni titularización.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

de sustituir el endeudamiento público externo sino, más bien, de complementarlo. El 82,8% de la deuda interna del sector público es de responsabilidad del Gobierno Nacional, el 11,3% de las entidades territoriales y el 6,0% del resto del sector público no financiero<sup>5</sup>.

A tiempo que el total de la deuda pública interna se multiplicaba por cuatro veces y media entre diciembre de 1995 y septiembre de 2001, la

<sup>5</sup> Como ya se anotó, estas cifras de la deuda interna no incluyen los pasivos contingentes. De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda, el pasivo de bonos pensionales ascendía en septiembre de 2001 a \$4.979 mm y el pasivo pensional de las universidades públicas territoriales, en esa misma fecha, a \$3.746 mm. Tampoco incluyen los pasivos pensionales a cargo del ISS y las cajas de previsión que tienen a su cargo el pago de pensiones del sector público a nivel nacional. El resto del sector público no financiero incluye la seguridad social nacional, las entidades descentralizadas nacionales y las empresas públicas no financieras nacionales.

Cuadro 6

**Deuda externa de mediano y largo plazo del sector público no financiero, según prestamista y prestatario. Saldo vigente - Septiembre de 2001 (\*)**

(Saldos en millones de dólares)

Prestatario	Multilaterales	Bilaterales	Banca comercial	Proveedores	Bonos	Total
Gobierno Nacional	4,859	210	1,457	41	10,676	17,242
Ecopetrol	0	206	90	7	0	304
Telecom	6	20	49	33	0	108
ISA (Interconexión Eléctrica S. A.)	279	11	1	0	0	292
Fondo Nacional de Caminos Vecinales (FNCV)	43	3	0	0	0	46
Satena	0	0	0	30	0	30
Instituto Nacional de Adecuación de Tierras (INAT)	12	0	0	0	0	12
ICFES	13	0	0	0	0	13
Fondo Vial Nacional (FVN)	188	0	0	0	0	188
Federación Nacional de Cafeteros	0	0	60	0	0	60
Antioquia	11	0	0	0	0	11
CHEC (Hidroeléctrica Caldas)	0	0	26	0	0	27
CAR Cundinamarca	35	4	0	0	0	39
Corelca (Corporación Eléctrica de la Costa Atlántica)	0	4	20	0	0	24
URRÁ (Hidroeléctrica del Valle del Aburrá, Antioquia)	8	15	177	111	0	312
Bogotá, D. C.	72	9	229	0	0	309
Cartagena	21	0	0	0	0	21
EAAB (Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá)	96	39	0	0	0	135
EEEB (Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá)	0	11	0	0	0	11
ETB (Empresa de Teléfonos de Bogotá)	0	0	102	31	0	133
Emcall (Empresas Municipales de Cali)	63	117	5	32	0	216
EPM (Empresas Públicas de Medellín)	516	89	59	2	0	665
ETMVA (Empresa Trans. Valle de Aburrá)	0	239	435	0	0	674
Otras Entidades	15	17	12	25	0	68
<b>Total sector público no financiero</b>	<b>6,239</b>	<b>994</b>	<b>2,721</b>	<b>311</b>	<b>10,676</b>	<b>20,942</b>

(\*) No incluye operaciones de *leasing* ni titularización.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

del Gobierno Nacional lo hacía por siete veces en el mismo período, tal como se observa en el Cuadro 7.

El 97,1% de la deuda del Gobierno Nacional está constituida por bonos colocados en el sector privado, en el sector financiero y en el mismo sector público. El 2,9% restante está representado por obligaciones con



**Cuadro 7**  
**Deuda interna bruta del sector público no financiero 1/**  
(Saldos en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Total deuda interna</b>	9.928,6	12.679,4	18.774,3	23.946,4	30.604,3	40.864,2	45.111,4
Gobierno Nacional Central	5.271,8	7.176,1	11.351,1	15.558,6	22.949,5	32.986,0	37.335,9
Entidades territoriales 2/	2.872,0	3.558,5	4.964,2	4.799,7	5.015,8	5.056,1	5.091,0
Resto SPNF 3/	1.784,9	1.944,9	2.459,0	3.588,1	2.639,1	2.822,1	2.684,4
Porcentaje del PIB	11,8	12,6	15,4	17,0	20,5	24,1	24,1
<b>Cartera con el sistema financiero</b>	3.625,7	4.287,2	6.184,4	6.896,7	7.434,4	7.262,7	6.989,1
Gobierno Nacional Central	55,3	9,4	241,3	112,1	1.281,4	957,6	967,3
Entidades territoriales 2/	2.610,7	3.097,5	4.331,6	4.135,6	3.987,9	3.799,2	3.783,6
Resto SPNF 3/	959,7	1.180,2	1.611,5	2.649,0	2.165,1	2.505,8	2.238,2
<b>Bonos 4/</b>	6.247,8	8.387,2	12.585,1	17.045,3	23.062,8	32.206,6	38.003,3
Gobierno Nacional Central	5.161,3	7.161,5	11.105,0	15.442,1	21.561,0	30.633,5	36.249,6
Entidades territoriales 2/	261,3	460,9	632,6	664,1	1.027,9	1.256,8	1.307,4
Resto SPNF 3/	825,1	764,7	847,5	939,1	473,9	316,2	446,2
<b>Pagarés del Gobierno Nacional Central</b>	55,2	5,1	4,8	4,4	107,1	1.394,9	119,0

1/ No incluye pasivos contingentes. De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda el pasivo por bonos pensionales asciende a \$4.979 mm y el pasivo pensional de las universidades públicas territoriales asciende a \$3.746 mm.

2/ Incluye Gobiernos Centrales, entidades descentralizadas, entidades de seguridad social y empresas públicas territoriales.

3/ Incluye seguridad social nacional, entidades descentralizadas nacionales y empresas públicas no financieras nacionales.

4/ Corresponde a bonos en poder del sector privado, público y financiero. No incluye bonos pensionales

Fuente: Cartera: Información que los intermediarios financieros reportaron a la Superintendencia Bancaria en el Formato 114 hasta noviembre de 1999. A partir de diciembre de 1999 la están reportando en el Formato 241. Bonos: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

la banca comercial y pagarés a cargo del Gobierno Nacional<sup>6</sup>. Por el contrario, la mayor parte de la deuda de las entidades territoriales y del resto del sector público está contratada con la banca comercial, aun cuando el endeudamiento a través de la emisión de bonos por parte de las entidades territoriales, si bien de mucho menor magnitud que el del Gobierno Nacional, también aumentó en los últimos seis años.

La deuda interna neta del sector público es un 63,4% de la deuda bruta. Esto implica que el endeudamiento del Gobierno Nacional con entida-

<sup>6</sup> Las obligaciones del Gobierno Nacional con la banca comercial corresponden, fundamentalmente, a deudas asumidas por éste en el pasado, entre las cuales sobresalen las de Corelca y Carbocol.

des del mismo sector público equivale a un 37,0% de la deuda interna total, o un 8,8% del PIB. Este monto de deuda (\$16.401 miles de millones (mm)) está representado por bonos emitidos por el Gobierno Nacional y adquiridos por las entidades públicas, particularmente de la seguridad social (Cuadro 8)<sup>7</sup>.

La cartera bruta del sistema financiero con el sector público se redujo ligeramente en el curso de los dos últimos años. La deuda pública con bancos comerciales y bancos hipotecarios que era, al finalizar el año

**Cuadro 8**  
**Deuda interna neta del sector público no financiero**  
(SalDOS en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Total deuda interna</b>	6.437,2	7.722,8	11.965,3	13.359,1	18.795,6	26.123,1	28.591,3
Gobierno Nacional							
Central	2.455,6	2.894,8	5.217,4	5.646,6	11.140,8	18.244,9	20.815,8
Entidades territoriales 1/	2.872,0	3.558,5	4.964,2	4.799,7	5.015,8	5.056,1	5.091,0
Resto SPNF 2/	1.109,6	1.269,6	1.783,7	2.912,9	2.639,1	2.822,1	2.684,4
Porcentaje del PIB	7,6	7,7	9,8	9,5	12,6	15,4	15,3
<b>Cartera con el sistema financiero</b>	3.625,7	4.287,2	6.184,4	6.896,7	7.434,4	7.262,7	6.989,1
Gobierno Nacional							
Central	55,3	9,4	241,3	112,1	1.281,4	957,6	967,3
Entidades territoriales 1/	2.610,7	3.097,5	4.331,6	4.135,6	3.987,9	3.799,2	3.783,6
Resto SPNF 2/	959,7	1.180,2	1.611,5	2.649,0	2.165,1	2.505,8	2.238,2
<b>Bonos 3/</b>	2.811,5	3.435,7	5.780,9	6.462,4	11.361,2	18.860,4	21.602,2
Gobierno Nacional							
Central	2.400,3	2.885,3	4.976,1	5.534,5	9.859,4	17.287,3	19.848,5
Entidades territoriales 1/	261,3	460,9	632,6	664,1	1.027,9	1.256,8	1.307,4
Resto SPNF 2/	149,9	89,4	172,2	263,8	473,9	316,2	446,2

**Nota:** En enero de 1994 Carbocol emitió un bono por \$675,3 mm, el cual estaba en poder de Ecopetrol y el GNC. Por tanto, no aparece registrado en la deuda neta. Dicho bono se redimió en agosto de 1999.

**1/** Incluye gobiernos centrales, entidades descentralizadas, entidades de seguridad social y empresas públicas territoriales.

**2/** Incluye seguridad social nacional, entidades descentralizadas nacionales y empresas públicas no financieras nacionales.

**3/** Corresponde a bonos en poder del sector privado y financiero.

Fuente: Cartera: Información que los intermediarios financieros reportaron a la Superintendencia Bancaria en el Formato 114 hasta noviembre de 1999. A partir de diciembre de 1999, dicha información la están reportando en el Formato 241. Bonos: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

<sup>7</sup> En septiembre de 2001 el sistema de seguridad social mantenía inversiones de reservas pensionales en TES por valor de \$7.300 mm, equivalentes a un 3,9% del PIB. Un ejercicio alternativo de contabilidad de la deuda pública neta incorpora este monto, invertido por la seguridad social en bonos del Gobierno Nacional, por constituir pasivos pensionales.

2001, un 59,5% de la cartera total con el sistema financiero, creció aceleradamente entre 1995 y 1997 y, si bien continuó elevándose en los años siguientes, lo hizo a un ritmo sustancialmente menor que el de estos años. La deuda con las instituciones financieras especiales (FEN, Findeter, Bancoldex y Fonade, entre otras) representaba el 35,0% de la cartera con el sistema financiero. El resto de la cartera se adeuda a las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y los organismos cooperativos, pero es claro que aquella con los dos últimos tipos de intermediario financiero ha venido cayendo y tiende a desaparecer (Cuadro 9).

Dentro de los deudores públicos individuales del sistema financiero sobresalen, por su importancia, el Municipio de Cali, el Departamento del Valle y las Empresas Públicas de Cali, Emcali. En estas tres entidades se concentra el 20,7% de la deuda de las entidades territoriales con el sistema financiero; el monto que adeudaban en septiembre de 2001, \$784,40 miles de millones, equivale al 81,1% del total de la deuda del Gobierno Nacional con el sistema financiero. Dentro de los deudores de las otras entidades públicas con bancos y corporaciones, es notoria

Cuadro 9  
Cartera bruta del sector público no financiero  
con el sistema financiero, según prestamista  
(Saldos en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
Bancos 1/	1.515,3	1.795,9	3.552,4	3.767,7	3.839,0	4.097,9	4.121,3
Instituciones financieras especiales 2/	1.869,4	2.110,0	2.163,5	2.604,6	3.070,3	2.549,0	2.444,6
Corporaciones financieras	214,4	338,9	419,8	483,2	482,4	573,8	420,5
Compañías de financiamiento comercial	23,5	37,7	47,1	39,5	38,6	39,8	0,8
Organismos cooperativos	3,1	4,7	1,7	1,6	4,0	2,1	1,8
Total	3.625,7	4.287,2	6.184,4	6.896,7	7.434,4	7.262,7	6.989,1
Porcentaje del PIB	4,3	4,3	5,1	4,9	5,0	4,3	3,7
Tasa de crecimiento		18,2	44,3	11,5	7,8	(2,3)	(3,8)

1/ Incluye bancos comerciales y CAV.  
2/ Incluye: FEN, Findeter, Finagro, Bancoldex y Fonade.  
Fuente: Banco de la República, SGEE y Superintendencia Bancaria.

Cuadro 10

**Cartera bruta del sector público con el sistema financiero según prestatario**

(SalDOS en miles de millones de pesos)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (*)
<b>Gobierno Nacional Central</b>	9,4	241,3	112,1	1.281,4	957,6	967,3
<b>Entidades territoriales</b>	3.097,5	4.331,6	4.135,6	3.987,9	3.799,2	3.783,6
Bogotá, D. C.	62,8	117,7	119,1	101,0	241,5	344,5
Medellín	66,0	74,1	110,5	94,8	100,3	73,3
Cali	105,8	99,3	164,7	241,3	261,9	326,7
Barranquilla	62,1	64,9	97,9	114,9	80,3	93,4
Valle	127,2	161,6	274,3	331,2	282,6	298,9
EPM	102,8	105,0	142,6	165,4	161,0	35,0
Emcall	135,0	193,5	204,9	154,2	181,5	158,8
ETB	0,1	0,0	26,4	10,0	34,4	47,7
EAAB	8,8	0,6	0,4	24,0	27,4	32,0
EEEB	817,8	633,5	244,2	70,2	0,0	0,0
Resto	1.609,1	2.881,3	2.750,6	2.681,0	2.428,2	2.373,2
<b>Otras entidades públicas</b>	1.180,2	1.611,5	2.649,0	2.165,1	2.505,8	2.238,2
Ecopetrol	2,2	90,3	91,7	103,9	110,3	105,1
Corelca	296,6	548,1	756,9	344,1	343,4	321,9
Carbocol	40,8	75,5	155,6	139,5	7,0	5,9
FNC	0,4	0,3	29,9	4,8	37,6	34,7
ISA	64,8	92,2	326,5	300,8	373,1	206,6
Isagen	459,5	410,1	477,2	333,0	361,2	377,2
Hidromiel	0,0	41,8	286,9	355,5	688,4	733,2
Resto	315,8	353,1	524,3	583,6	584,8	453,6
<b>Total</b>	4.287,2	6.184,4	6.896,7	7.434,4	7.262,7	6.989,1

(\*) Cifras a septiembre.

Fuente: Banco de la República, SGEE y Superintendencia Bancaria.

la importancia de las empresas del sector energético: Ecopetrol, Corelca, ISA, Isagen e Hidromiel (Cuadro 10)<sup>8</sup>.

### III. LA DEUDA PÚBLICA INTERNA A TRAVÉS DE LA COLOCACIÓN DE TÍTULOS

Como ya se mencionó, la mayor parte de la deuda interna del Gobierno Nacional se ha obtenido a través de la colocación de títulos en el merca-

<sup>8</sup> El gran crecimiento de la deuda del Gobierno Nacional con el sistema financiero entre 1998 y 1999 obedeció a la realización de dos operaciones: una con Bancoldex, a corto plazo, por la suma de \$584.000 m y, otra mediante la cual el Gobierno asumió deuda de Corelca con la FEN por la suma de \$ 497.000 m.

do local. En el Cuadro 11 se presenta la evolución desde diciembre de 1995 de los saldos de la deuda a través de los diferentes tipos de títulos que emite el Gobierno Nacional<sup>9</sup>.

Cuadro 11  
Saldos de deuda pública interna en bonos  
(Miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Gobierno Nacional</b>							
<b>Central (A + B + C) 1/</b>	5.161	7.162	11.105	15.442	21.561	30.634	36.250
A. Denominados en pesos	4.579	6.565	10.616	14.532	17.910	20.966	23.539
Bonos agrarios	51	60	98	100	94	76	67
TAN	1	1	1	0	0	0	0
Bonos de deuda pública interna (Ley 21/1963)	40	28	28	21	21	14	14
Bonos educativos de valor constante	132	88	61	34	17	17	0
TES A	491	491	429	368	307	245	184
TES B	3.864	5.897	9.614	13.534	16.738	19.457	21.338
Bonos para la seguridad	0	0	385	403	408	411	412
Bonos para la paz	0	0	0	0	198	569	795
Bonos de valor constante (series A y B) 2/	0	0	0	72	84	90	622
Bonos de cesantía	0	0	0	0	44	85	107
B. Denominados en dólares	582	597	489	911	1.850	2.006	3.081
Bonos Ley 55 de 1985	249	252	46	52	63	75	78
Bonos Colombia	247	251	323	386	19	17	18
Bonos Resolución 4308/1994	86	93	119	151	206	2	2
TES B	0	0	0	322	1.562	1.913	2.983
C. Denominados en UVR	0	0	0	0	1.800	7.661	9.630
TES B	0	0	0	0	1.800	5.402	6.682
Ley 546/99 (Ley de vivienda)	0	0	0	0	0	1.879	2.214
Títulos de reducción de deuda (TRD)	0	0	0	0	0	379	734
<b>Otras entidades del SPNF</b>	1.086	1.226	1.480	1.603	1.502	1.573	1.754
Empresas públicas no financieras	825	765	847	939	474	316	446
Entidades territoriales	261	461	633	664	1.028	1.257	1.307
<b>Total</b>	6.248	8.387	12.585	17.045	23.063	32.207	38.003

1/ Los saldos de los bonos en dólares y en UVR están valorados con las respectivas tasas de cambio y UVRC fin de año.

2/ Los bonos de valor constante se emiten con el fin de reembolsar la porción del pasivo pensional de las universidades públicas a cargo del GNC.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores (DFV) y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

<sup>9</sup> La información sobre los saldos de la deuda y los tenedores de los títulos tiene como fuente el Departamento de Fiduciaria y Valores del Banco de la República. Los títulos están valorados a costo histórico y aquellos que se entregan en garantía de operaciones "Repo" se contabilizan como tenencia de la entidad que los recibe.

El saldo de los títulos de tesorería (TES B) denominados tanto en pesos como en dólares y en unidades de valor real, (UVR), ascendía en septiembre de 2001 a \$31.003 mm y representaba el 85,5% de la emisión total de bonos del Gobierno Nacional. A su vez estos títulos constituían, en septiembre de 2001, el 68,7% del total de la deuda interna bruta del sector público no financiero y el 32,7% de la deuda pública total, externa e interna. Los bonos denominados en pesos constituyen un 64,9% del total de los bonos colocados por el Gobierno y, dentro de estos, el 90,6% son TES B. Los bonos denominados en UVR, cuya emisión se inició en 1999, participan con el 26,6% del total de los bonos emitidos por el Gobierno Nacional y los denominados en dólares con el 8,5% restante.

El Cuadro 12 discrimina la deuda interna del Gobierno Nacional obtenida a través de las colocaciones de bonos según los poseedores de los respectivos títulos y el Cuadro 13, de acuerdo con los poseedores de los TES B. En el primero, se comprueba que el 40,2% de los bonos se encuentra en poder del sistema financiero, incluyendo no solamente a las entidades financieras sino, también, al Fogafin, al Banco de la República, a las sociedades fiduciarias y a las sociedades administradoras de fondos de cesantías y de pensiones<sup>10</sup>. El sector privado no financiero posee un 14,5% de los bonos emitidos por el Gobierno Nacional. Por último, el sector público, categoría que incluye la totalidad de las entidades públicas (nacionales, departamentales y municipales) y la TGN, es poseedor del 45,2% de los bonos del Gobierno Nacional; puede observarse que el ISS mantiene inversiones en bonos del Gobierno equivalentes al 18,8% del total y la TGN el 8,4% del total. En cuanto a la posesión de TES B, las entidades públicas participan con el 50,9% de los títulos colocados, el sector financiero con el 36,3% y el sector privado con el 12,8%.

Es interesante observar, en los cuadros 13 y 14 y en los gráficos 1, 2, 3 y 4, la trayectoria de inversión en TES B de los diferentes poseedores entre diciembre de 1995 y septiembre de 2001. El sector financiero en su conjunto aumentó las tenencias de TES B a un ritmo cercano al 70,0% anual, o algo más de nueve veces en los seis años, pero los bancos comerciales lo hicieron en 22 veces, los fondos de cesantías y de pensio-

<sup>10</sup> Para mayor claridad de la presentación, el patrimonio autónomo que administra los recursos del pasivo pensional de Ecopetrol se incluye aquí bajo "sociedades fiduciarias" aunque en la contabilidad pública forma parte de los recursos pertenecientes a "entidades públicas".

Cuadro 12

## Deuda interna del Gobierno Nacional denominada en bonos, por poseedor

(Saldos en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>A. Sector financiero 1/</b>	1.831,6	2.198,2	2.716,5	3.360,3	7.261,6	12.799,9	14.579,3
Crediticio	1.481,8	1.852,2	2.137,6	2.388,2	4.950,4	8.430,9	9.304,7
Bancos comerciales	393,5	565,0	595,8	702,9	984,4	2.971,8	4.962,6
Corporaciones financieras	61,4	100,4	86,8	136,6	309,1	219,5	285,0
Cías. de financiamiento comercial	11,6	4,8	27,8	12,3	24,4	49,2	82,3
Corporaciones de ahorro y vivienda	15,9	40,9	10,4	14,7	25,0	877,7	475,7
Compañías de <i>leasing</i>	6,8	6,9	4,2	0,0	0,1	0,3	0,7
Cooperativas grado Sup. Car. Fina.	0,8	0,0	0,2	1,5	2,6	2,6	14,0
Fondo de Garantías	287,5	445,6	499,5	260,4	1.157,0	1.277,1	1.438,2
Banco de la República	704,3	688,6	912,8	1.259,8	2.447,8	3.032,6	2.046,2
Auxiliares	349,7	346,0	579,0	972,1	2.311,2	4.369,0	5.274,6
Almacenes generales de depósito	0,0	0,0	0,6	0,6	0,8	0,4	1,5
Compañías de reaseguro	25,0	17,8	19,8	8,2	0,2	0,6	0,3
Sociedades fiduciarias	171,5	234,4	385,4	589,1	1.111,7	2.139,3	2.908,6
Patrimonio autónomo de Ecopetrol	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2.338,3	2.693,1
Sociedades administradoras de fondos de cesantías y pensiones	153,3	93,8	173,2	374,3	1.198,6	2.228,9	2.364,2
<b>B. Sector privado</b>	568,8	687,2	2.259,5	2.174,2	2.597,8	4.487,4	5.269,2
Compañías de seguros y capitalización	48,1	97,7	173,2	152,4	129,3	446,1	532,8
Fondos mutuos de inversión	3,2	18,8	148,1	7,3	21,7	34,7	56,3
Comisionistas de bolsa	130,3	147,5	108,0	50,2	40,1	68,2	82,2
Depósitos de valores (parte privada)	62,6	144,9	845,7	846,1	934,3	1.532,2	1.350,8
Personas jurídicas	191,3	143,7	730,5	842,1	1.177,4	2.028,6	2.799,6
Personas naturales	122,6	124,4	235,2	242,3	260,2	298,4	330,3
Entidades sin ánimo de lucro	10,6	10,1	18,9	33,8	34,9	79,1	117,4
<b>C. Sector público</b>	2.761,0	4.276,2	6.128,9	9.907,4	11.701,6	13.346,2	16.401,1
Entidades públicas	805,6	1.353,8	1.868,6	3.763,5	4.095,3	5.022,2	6.434,2
Ecopetrol	n.d.	150,1	187,2	275,4	1.023,5	236,5	224,4
Telecom	n.d.	147,5	230,2	726,2	667,5	672,7	610,1
Cajanal	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	7,5
Sena	n.d.	128,4	138,7	201,3	131,8	218,6	373,9
Caprecom	n.d.	20,4	52,8	116,9	138,6	203,5	263,6
Isagen	n.d.	0,0	133,1	200,2	112,3	36,9	87,6
Invias	n.d.	16,7	30,8	65,9	104,3	103,2	102,2
EPM	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	31,1	48,2
Metro de Medellín	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	10,1
ISA	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	6,2	1,2
Bogotá, D. C.	n.d.	0,2	0,0	0,0	0,0	2,9	1,5
Depósitos de valores (parte pública)	0,0	0,0	0,0	98,9	556,4	162,4	95,8
Federación Nacional de Cafeteros	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ISS	1.808,5	2.916,5	3.846,9	5.325,6	6.213,9	6.747,4	6.825,0
Tesorería General de la Nación	146,4	5,9	413,4	719,3	835,9	1.414,1	3.046,1
<b>Total (A + B + C)</b>	5.161,3	7.161,5	11.105,0	15.441,9	21.561,0	30.633,5	36.249,6

**Nota:** para 1995 no se cuenta con la base de datos que permita desagregar las entidades públicas.

n.d. No disponible.

1/ Incluye la banca pública.

Fuente: Banco de la República, SGEE y OFV.

**Cuadro 13**  
**Distribución de los TES clase B, por poseedor (\*)**  
(Saldos en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>A. Sector financiero</b>	860,4	1.267,7	1.851,7	2.532,8	6.618,7	10.115,5	11.250,3
Creditticio	680,3	1.048,5	1.363,8	1.675,3	4.487,6	6.063,6	6.369,6
Bancos comerciales	129,3	316,7	323,8	523,6	899,6	1.917,6	2.847,6
Corporaciones financieras	25,4	64,2	49,7	67,0	290,0	175,6	219,2
Cías. de financiamiento comercial	8,8	1,9	22,4	9,8	20,5	29,9	52,2
Corporaciones de ahorro y vivienda	14,7	39,8	6,6	9,1	22,5	6,5	105,5
Compañías de <i>leasing</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cooperativas grado Sup. Car. Fin.	0,8	0,0	0,2	1,5	2,6	2,4	13,1
Fondo de garantías	287,5	445,6	499,5	260,4	1.157,0	1.204,6	1.358,7
Banco de la República	213,8	180,3	461,6	803,8	2.095,3	2.727,1	1.773,4
Auxiliares	180,1	219,1	487,9	857,4	2.131,1	4.051,9	4.880,7
Almacenes generales de depósito	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
Compañías de reaseguro	12,8	5,4	15,7	5,2	0,0	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	145,8	207,8	361,3	521,6	1.054,8	2.011,7	2.708,1
Patrimonio autónomo de Ecopetrol	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2.338,3	2.693,1
Sociedades administradoras de fondos de cesantías y pensiones	21,6	6,0	111,0	330,6	1.076,3	2.040,1	2.171,6
<b>B. Sector privado</b>	247,9	364,3	1.657,2	1.479,2	1.799,4	3.404,0	3.974,6
Compañías de seguros y capitalización	33,6	83,2	153,6	135,8	121,7	409,6	465,8
Fondos mutuos de inversión	3,2	18,8	148,1	5,0	21,7	32,3	52,2
Comisionistas de bolsa	89,8	126,9	86,7	28,6	25,0	44,3	55,6
Depósitos de valores (parte privada)	0,0	94,3	763,5	676,5	725,1	1.441,1	1.268,6
Personas jurídicas	102,5	34,7	468,2	594,5	876,9	1.386,1	1.980,3
Personas naturales	13,0	1,1	24,2	20,1	11,1	28,4	46,2
Entidades sin ánimo de lucro	5,8	5,2	12,8	18,9	17,9	62,3	106,0
<b>C. Sector público</b>	2.756,0	4.265,2	6.105,2	9.844,1	11.682,3	13.252,9	15.778,2
Entidades públicas	805,6	1.347,8	1.853,3	3.742,5	4.076,1	5.009,0	5.891,6
Ecopetrol	n.d.	150,1	187,2	275,4	1.023,5	236,5	224,4
Telecom	n.d.	147,5	230,2	726,2	667,5	672,7	610,1
Cajanal	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	7,5
Sena	n.d.	128,4	138,7	201,3	131,8	218,6	373,9
Caprecom	n.d.	20,4	52,8	116,9	138,6	203,5	263,6
Isagen	n.d.	0,0	133,1	200,2	112,3	36,9	87,6
Invías	n.d.	16,7	30,8	65,9	104,3	103,2	102,2
EPM	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	31,1	48,2
Metro de Medellín	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	10,1
ISA	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	6,2	1,2
Bogotá, D. C.	n.d.	0,2	0,0	0,0	0,0	2,9	1,5
Depósitos de valores (parte pública)	0,0	0,0	0,0	98,9	556,4	162,4	95,8
Federación Nacional de Cafeteros	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ISS	1.808,5	2.916,5	3.845,1	5.291,1	6.213,9	6.667,3	6.744,8
Tesorería General de la Nación	141,4	0,9	406,9	711,6	835,9	1.414,1	3.046,1
<b>Total (A + B + C)</b>	<b>3.864,3</b>	<b>5.897,2</b>	<b>9.614,1</b>	<b>13.856,1</b>	<b>20.100,4</b>	<b>26.772,4</b>	<b>31.003,1</b>

n.d. No disponible.

(\*) Incluye los TES denominados en pesos, dólares y UVR. Excluye los TES de la Ley de vivienda (Ley 546).

Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.



**Cuadro 14**  
**Distribución de los TES clase B, por poseedor (\*)**  
(Saldos en miles de millones de pesos)

	Dic-95	Dic-96	Var. % anual	Dic-97	Var. % anual	Dic-98	Var. % anual
Establecimientos de crédito	179,0	422,6	n.c.	402,7	(4,7)	611,1	51,8
Sociedades fiduciarias	145,8	207,8	42,5	361,3	73,9	521,6	44,4
Fondos de pensiones y cesantías	21,6	6,0	(72,4)	111,0	n.c.	330,6	n.c.
Fondo de Garantías	287,5	445,6	55,0	499,5	12,1	260,4	(47,9)
Banco de la República	213,8	180,3	(15,6)	461,6	n.c.	803,8	74,1
Inversionistas privados	247,9	364,3	47,0	1.657,2	n.c.	1.479,2	(10,7)
Entidades públicas	805,6	1.347,8	67,3	1.853,3	37,5	3.742,5	101,9
ISS	1.808,5	2.916,5	61,3	3.845,1	31,8	5.291,1	37,6
Tesorería General de la Nación	141,4	0,9	(99,4)	406,9	n.c.	711,6	74,9
Otras entidades públicas	0,5	0,0	(100,0)	0,0		98,9	
Otras entidades privadas	12,8	5,4	(57,7)	15,7	n.c.	5,2	(66,7)
<b>Total</b>	<b>3.864,3</b>	<b>5.897,2</b>	<b>52,6</b>	<b>9.614,1</b>	<b>63,0</b>	<b>13.856,1</b>	<b>44,1</b>
		<b>Dic-99</b>	<b>Var. % anual</b>	<b>Dic-00</b>	<b>Var. % anual</b>	<b>Sep-01</b>	<b>Var. % anual</b>
Establecimientos de crédito		1.235,3	102,1	2.131,9	72,6	3.237,6	51,9
Sociedades fiduciarias		1.054,8	102,2	2.011,7	90,7	2.708,1	34,6
Fondos de pensiones y cesantías		1.076,3	n.c.	2.040,1	89,5	2.171,6	6,4
Fondo de Garantías		1.157,0	n.c.	1.204,6	4,1	1.358,7	12,8
Banco de la República		2.095,3	n.c.	2.727,1	30,2	1.773,4	(35,0)
Inversionistas privados		1.799,4	21,6	3.404,0	89,2	3.974,6	16,8
Entidades públicas		4.076,1	8,9	5.009,0	22,9	5.891,6	17,6
ISS		6.213,9	17,4	6.667,3	7,3	6.744,8	1,2
Tesorería General de la Nación		835,9	17,5	1.414,1	69,2	3.046,1	n.c.
Otras entidades públicas		556,4	n.c.	162,4	(70,8)	95,8	(41,0)
Otras entidades privadas		0,0	(100,0)	0,0		0,9	
<b>Total</b>		<b>20.100,4</b>	<b>45,1</b>	<b>26.772,4</b>	<b>33,2</b>	<b>31.003,1</b>	<b>15,8</b>

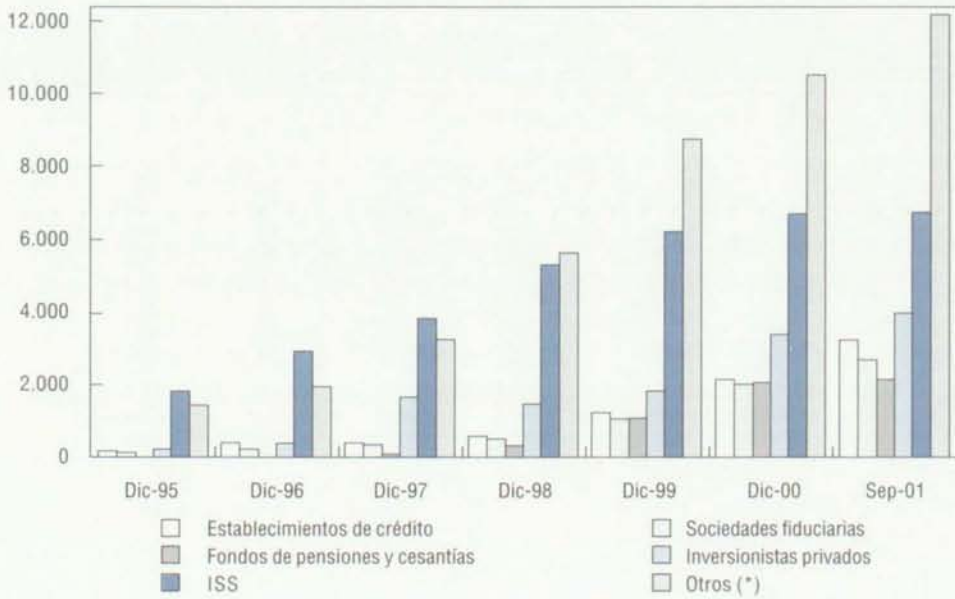
n. c. No comparable.  
(\*) Incluye los TES denominados en pesos, dólares y UVRC. Excluye los TES de la Ley de vivienda (Ley 546).  
Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.

nes en 100 veces y las sociedades fiduciarias en 18 veces. El Banco de la República, que utiliza los TES B en sus operaciones de intervención en el mercado monetario aumentó sus tenencias de TES B en un poco más

Gráfico 1

**Distribución de los TES clase B por poseedor. Saldos de capital**

(Miles de millones de pesos)



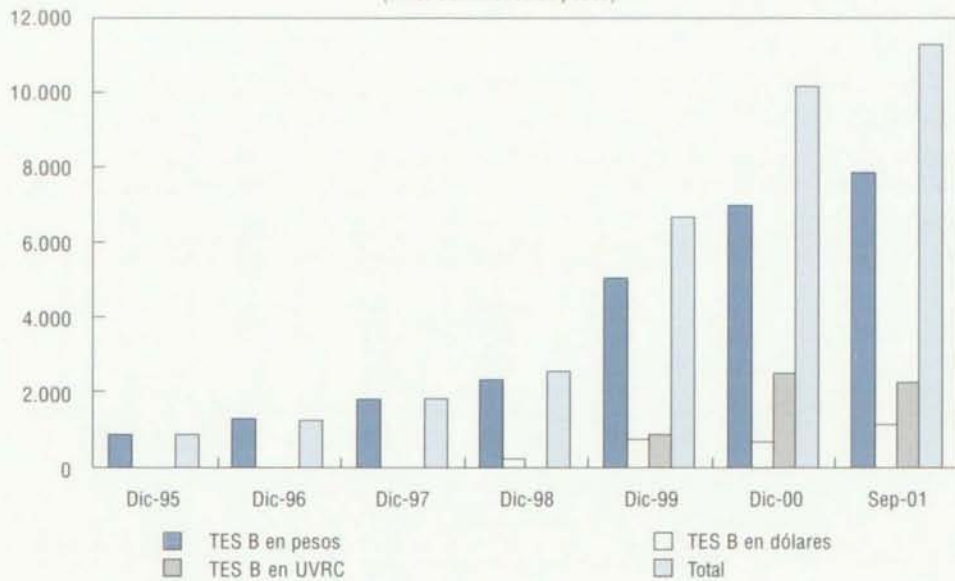
(\*) Incluye: Dirección del Tesoro Nacional, entidades públicas, Banco de la República, Fondo de Garantías, entre otros.

Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.

Gráfico 2

**TES clase B en poder del sistema financiero. Saldos de capital**

(Miles de millones de pesos)

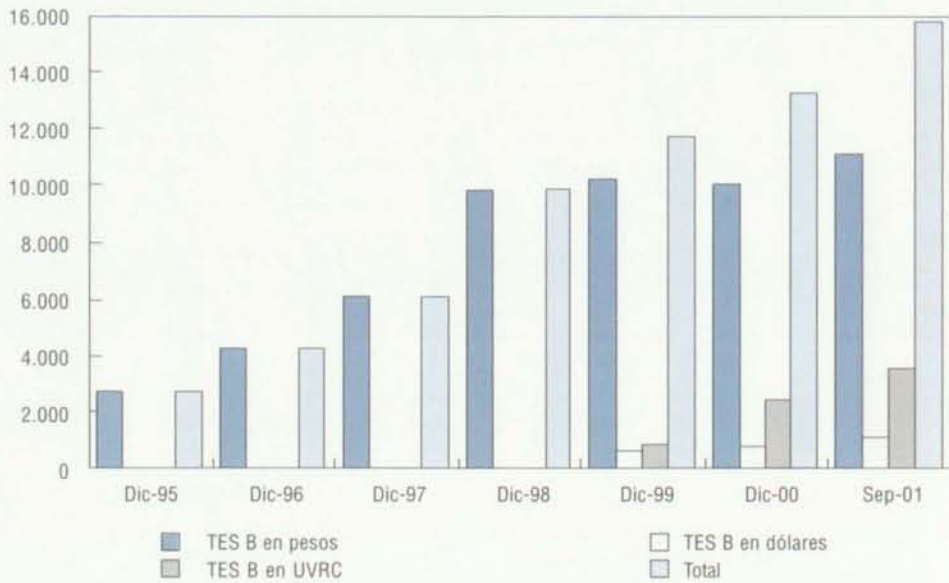


Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.

Gráfico 3

**TES clase B en poder del sector público. Saldos de capital**

(Miles de millones de pesos)

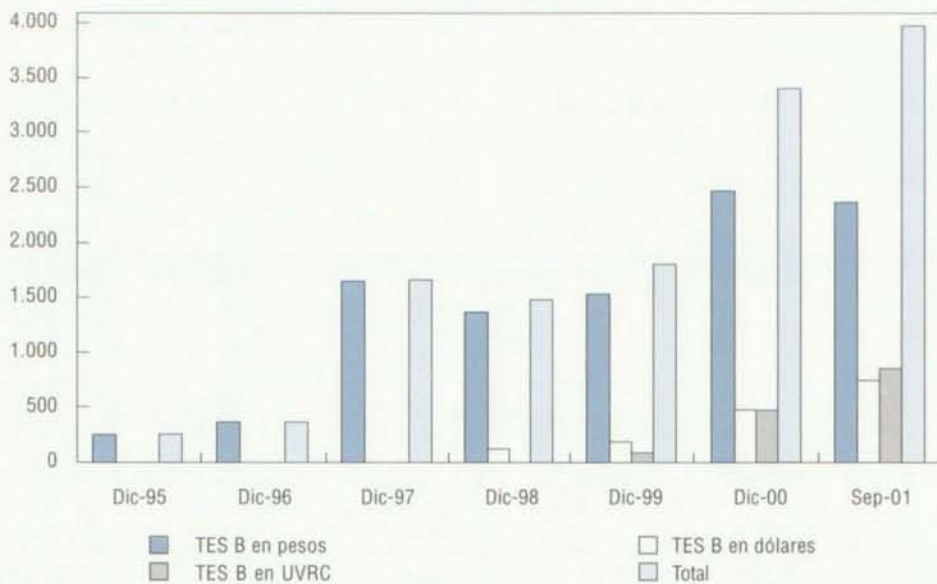


Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.

Gráfico 4

**TES clase B en poder del sector privado. Saldos de capital**

(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, SGEE y DFV.

de ocho veces. Los inversionistas privados (compañías de seguros, fondos mutuos de inversión, comisionistas de bolsa, personas naturales y jurídicas, y entidades sin ánimo de lucro), de otra parte, han sido grandes inversionistas en TES B al multiplicar sus tenencias por 16 veces en el período. Y el sector público en su conjunto (todas las entidades públicas del país, el ISS y la TGN) las multiplicó por menos de seis veces en los mismos años<sup>11</sup>.

#### *IV. LAS INVERSIONES DEL SISTEMA FINANCIERO EN TÍTULOS PÚBLICOS*

El rápido crecimiento de las inversiones del sistema financiero en títulos gubernamentales justifican revisar su evolución dentro del conjunto de su balance y los cambios que se produjeron en la estructura de dicho balance en el curso de los últimos cinco años<sup>12</sup>.

El Cuadro 15 presenta la evolución de las principales cuentas del balance del sistema financiero entre diciembre de 1996 y septiembre de 2001 expresadas en valores absolutos y pesos corrientes<sup>13</sup>. Es de interés comprobar el aumento sustancial y sostenido de las inversiones efectuadas por el sistema financiero en títulos públicos, que se reflejó en un crecimiento promedio anual de 75,4%, mientras la cartera total (pública y privada) se expandió a un ritmo promedio anual del 8,1% y se contrajo en 1999, en el año 2000, y en lo corrido de 2001 hasta septiembre. La contracción de la cartera con el sector público en 2001 explica la caída de la cartera total por cuanto, como puede observarse, la cartera con el sector privado aumentó ligeramente en los primeros nueve meses de 2001. Del lado pasivo, los depósitos y las exigibilidades del sistema financiero con el sector público se expandieron a un ritmo anual

<sup>11</sup> El ISS las multiplicó únicamente por 3,73.

<sup>12</sup> El sistema financiero incluye los bancos, las corporaciones de ahorro y vivienda, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, las entidades oficiales especiales, y algunas cooperativas.

<sup>13</sup> La información de balance del sistema financiero tiene como fuente la Superintendencia Bancaria y está contabilizada a precios de mercado. Esta información se refiere a la totalidad de los títulos emitidos por el Gobierno Nacional, de propiedad de los intermediarios financieros, incluye los bonos emitidos por Fogafin, y excluye los títulos en poder del Banco de la República. Por consiguiente, esta información es consistente pero no es estrictamente comparable con la de los cuadros anteriores.

Cuadro 15

## Evolución del balance del sistema financiero

(Valores en miles de millones de pesos y variaciones porcentuales anuales)

	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01 1/
<b>Valores en miles de millones de pesos</b>						
<b>Valores de algunas cuentas del activo</b>						
Disponible y fondos	4.862,9	6.076,4	5.441,1	6.194,2	5.845,8	4.959,6
Inversiones	7.066,9	9.446,9	10.380,6	14.594,4	20.072,6	23.063,8
Inversiones públicas	631,7	1.449,8	3.531,7	4.475,0	8.279,0	10.257,3
Inversiones Finagro y Fogafin SF	1.061,9	1.228,3	2.089,9	5.064,7	6.590,3	7.159,3
Inversiones privadas	5.373,3	6.768,8	4.759,0	5.054,8	5.203,2	5.647,1
Cartera	41.991,6	52.787,0	58.289,0	57.448,3	52.560,5	52.379,9
Cartera pública	4.287,2	6.184,4	6.915,0	7.420,7	7.254,2	6.924,5
Cartera privada	37.704,4	46.602,5	51.374,0	50.027,7	45.306,3	45.455,3
<b>Valores de algunas cuentas del pasivo</b>						
Depósitos	32.834,5	41.252,0	45.505,4	50.171,6	51.008,0	52.274,2
Depósitos y exigibilidades públicas	3.992,6	5.050,6	4.445,2	3.883,8	4.585,6	5.539,1
Depósitos y exigibilidades privadas	28.841,8	36.201,4	41.060,2	46.287,8	46.422,4	46.735,1
Fondos interbancarios	451,6	1.713,4	2.296,9	3.374,7	3.798,5	3.916,3
Fondos interbancarios públicos	10,1	475,4	663,8	143,7	991,1	2.182,6
Fondos interbancarios privados	441,5	1.237,9	1.633,0	3.231,0	2.807,4	1.733,7
Otros bancos y entidades financieras del país	9.721,8	12.211,3	14.097,0	13.398,6	12.149,1	11.473,9
Títulos de inversión en circulación	7.791,8	9.490,1	9.816,2	11.180,5	11.648,6	10.990,5
Patrimonio	10.023,4	12.109,7	12.252,1	13.513,1	13.846,9	14.253,8
<b>Crédito neto al sector público</b>	916,1	2.108,2	5.337,7	7.868,1	9.956,5	9.460,2
<b>Crédito bruto al sector público 2/</b>	4.918,8	7.634,2	10.446,7	11.895,7	15.533,2	17.181,9
<b>Obligaciones con el sector público</b>	4.002,7	5.526,0	5.109,1	4.027,5	5.576,7	7.721,7
<b>Variaciones porcentuales anuales</b>						
<b>Activo</b>						
Disponible y fondos	7,2	25,0	(10,5)	13,8	(5,6)	(15,2)
Inversiones	67,7	33,7	9,9	40,6	37,5	14,9
Inversiones públicas	43,6	129,5	143,6	26,7	85,0	23,9
Inversiones Finagro y Fogafin SF	13,2	15,7	70,1	142,3	30,1	8,6
Inversiones privadas	89,4	26,0	(29,7)	6,2	2,9	8,5
Cartera	22,8	25,7	10,4	(1,4)	(8,5)	(0,3)
Cartera pública	18,2	44,3	11,8	7,3	(2,2)	(4,5)
Cartera privada	23,3	23,6	10,2	(2,6)	(9,4)	0,3
<b>Pasivo</b>						
Depósitos	21,3	25,6	10,3	10,3	1,7	2,5
Depósitos y exigibilidades públicas	20,4	26,5	(12,0)	(12,6)	18,1	20,8
Depósitos y exigibilidades privadas	21,4	25,5	13,4	12,7	0,3	0,7
Fondos interbancarios	(37,7)	279,4	34,1	46,9	12,6	3,1
Fondos interbancarios públicos	(91,6)	4.620,2	39,6	(78,4)	589,8	120,2
Fondos interbancarios privados	(26,9)	180,4	31,9	97,9	(13,1)	(38,2)
Otros bancos y entidades financieras del país	10,3	25,6	15,4	(5,0)	(9,3)	(5,6)
Títulos de inversión en circulación	104,1	21,8	3,4	13,9	4,2	(5,6)
Patrimonio	31,7	20,8	1,2	10,3	2,5	2,9
<b>Nota:</b> no incluye Banco de la República.						
<b>1/</b> Para septiembre de 2001 la tasa de crecimiento corresponde a lo corrido del año.						
<b>2/</b> Crédito bruto público, incluye inversiones y cartera directa.						
Fuente: Banco de la República, SGEE.						

promedio un tanto inferior al del crecimiento de los del sector privado (10,2% vs. 12,3%). Sin embargo, en los últimos dos años los pasivos con el sector privado apenas aumentaron en términos nominales mientras aquellos con el sector público, que habían caído en 1998 y 1999, lo hicieron a un ritmo alto y positivo en términos reales.

Por su parte, el Cuadro 16 consigna la evolución de las cuentas del balance expresadas de acuerdo con la participación relativa de los principales rubros dentro del total de los activos y los pasivos del sistema financiero. Allí puede observarse cómo, mientras la cartera total del sistema financiero redujo su participación dentro del activo del sistema financiero en cerca de 14 puntos porcentuales, las inversiones la

**Cuadro 16**  
**Evolución del balance del sistema financiero**  
(Participación porcentual en el activo y en el pasivo)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Activo</b>							
Disponible y fondos	8,83	7,58	7,54	6,11	6,41	5,95	4,99
Inversiones	8,21	11,02	11,73	11,65	15,11	20,42	23,19
Inversiones públicas	0,86	0,98	1,80	3,96	4,63	8,42	10,31
Inversiones Finagro y Fogafin SF	1,83	1,66	1,53	2,35	5,24	6,70	7,20
Inversiones privadas	5,53	8,38	8,40	5,34	5,23	5,29	5,68
Cartera	66,62	65,47	65,54	65,43	59,47	53,47	52,67
Cartera pública	7,06	6,68	7,68	7,76	7,68	7,38	6,96
Cartera privada	59,56	58,79	57,86	57,67	51,79	46,09	45,71
<b>Pasivo</b>							
Depósitos	61,92	60,67	60,28	59,23	60,39	60,40	61,36
Depósitos y exigibilidades públicas	7,59	7,38	7,38	5,79	4,67	5,43	6,50
Depósitos y exigibilidades privadas	54,33	53,30	52,90	53,44	55,71	54,97	54,86
Fondos interbancarios	1,66	0,83	2,50	2,99	4,06	4,50	4,60
Fondos interbancarios públicos	0,28	0,02	0,69	0,86	0,17	1,17	2,56
Fondos interbancarios privados	1,38	0,82	1,81	2,13	3,89	3,32	2,04
Otros bancos y entidades financieras del país	20,15	17,96	17,84	18,35	16,13	14,39	13,47
Títulos de inversión en circulación	8,73	14,40	13,87	12,78	13,46	13,79	12,90
Patrimonio	17,40	18,52	17,70	15,95	16,26	16,40	16,73

**Nota:** incluye: bancos, CAV, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, entidades financieras oficiales especiales y cooperativas. No incluye al Banco de la República.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

incrementaron en 15 puntos porcentuales a lo largo de los seis años considerados. La menor participación de la cartera dentro del activo del sistema financiero se dio, fundamentalmente, en aquella contratada con el sector privado, por cuanto la cartera con el sector público mantuvo su participación relativa dentro del total de los activos. A su vez, el incremento de las inversiones, que se aceleró a partir de 1999, tuvo lugar en las efectuadas en títulos del Gobierno Nacional, que pasaron de representar un 3,96% del activo en diciembre de 1998 a representar el 10,31% en septiembre de 2001, y en aquellas efectuadas en títulos de Finagro y de Fogafin, que participaban con el 2,35% de los activos en diciembre de 1998 y con el 7,20% en septiembre de 2001. Las inversiones del sistema financiero en papeles emitidos por el sector privado, incluyendo la propiedad de acciones de empresas a través de las corporaciones financieras, mantuvo su participación relativa dentro de los activos a lo largo de los seis años considerados.

En síntesis, del análisis de la estructura del balance del sistema financiero se desprende que en los últimos tres años, de contracción de la economía primero, en 1999, y de lento crecimiento después, en 2000 y 2001, mientras las inversiones en títulos del Gobierno Nacional, de Finagro y de Fogafin, elevaron su participación en los activos del sistema en 11,2 puntos porcentuales, la participación de la cartera privada cayó 12,0 puntos porcentuales. Esta evolución sugeriría la presencia en la economía de algunos de los elementos que caracterizan una situación de restricción de crédito (*credit crunch*). Si bien es imposible afirmar la existencia de una situación de esta naturaleza, es evidente que ha tenido lugar una sustitución de crédito al sector privado por crédito al sector público, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo privado de parte de las entidades financieras, del incremento en las inversiones forzosas que debe realizar el sistema financiero en documentos emitidos por el Gobierno Nacional (títulos de reducción de deuda (TRD) y los que se conocen como títulos de la Ley 546, o ley de vivienda) y por entidades públicas (Finagro y Fogafin), y del mismo proceso de saneamiento de los balances de las entidades financieras por cuanto, al retirarse de los mismos una porción significativa de cartera “mala”, condujo a que, en términos relativos, hubiera aumentado el peso de las inversiones dentro de los activos de dichas entidades. Todo ello en una situación de contracción no esperada de la actividad productiva y de debilidad de las mismas instituciones financieras.

**V. LA RELACIÓN ENTRE SISTEMA FINANCIERO  
Y SECTOR PÚBLICO: EVOLUCIÓN E IMPLICACIONES**

En el Cuadro 17 se presenta la trayectoria del balance del sistema financiero expresando cada una de las cuentas por su equivalencia con respecto al producto interno bruto. Las tendencias reseñadas en los párrafos anteriores se confirman nuevamente en lo que tienen que ver con la evolución de la cartera y de las inversiones del sistema financiero. En esta sección interesa analizar la relación entre el sistema finan-

**Cuadro 17**  
**Evolución del balance del sistema financiero**  
(Porcentajes del PIB)

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Sep-01
<b>Activo</b>							
Disponible y fondos	5,37	4,83	4,99	3,86	4,16	3,44	2,65
Inversiones	4,99	7,02	7,76	7,36	9,79	11,83	12,32
Inversiones públicas	0,52	0,63	1,19	2,51	3,00	4,88	5,48
Inversiones Finagro y Fogafin SF	1,11	1,05	1,01	1,48	3,40	3,88	3,82
Inversiones privadas	3,36	5,34	5,56	3,38	3,39	3,07	3,02
Cartera	40,50	41,70	43,37	41,35	38,55	30,97	27,97
Cartera pública	4,29	4,26	5,08	4,91	4,98	4,27	3,70
Cartera privada	36,21	37,44	38,29	36,45	33,57	26,70	24,27
<b>Pasivo</b>							
Depósitos	32,06	32,60	33,89	32,28	33,66	30,06	27,92
Depósitos y exigibilidades públicas	3,93	3,96	4,15	3,15	2,61	2,70	2,96
Depósitos y exigibilidades privadas	28,13	28,64	29,74	29,13	31,06	27,35	24,96
Fondos interbancarios	0,86	0,45	1,41	1,63	2,26	2,24	2,09
Fondos interbancarios públicos	0,14	0,01	0,39	0,47	0,10	0,58	1,17
Fondos interbancarios privados	0,72	0,44	1,02	1,16	2,17	1,65	0,93
Otros bancos y entidades financieras del país	10,43	9,65	10,03	10,00	8,99	7,16	6,13
Títulos de inversión en circulación	4,52	7,74	7,80	6,96	7,50	6,86	5,87
Patrimonio	9,01	9,95	9,95	8,69	9,07	8,16	7,61
<b>Total activo SF. / PIB</b>	<b>60,79</b>	<b>63,69</b>	<b>66,18</b>	<b>63,20</b>	<b>64,81</b>	<b>57,92</b>	<b>53,11</b>
<b>Total crédito bruto público/ PIB 1/</b>	<b>4,81</b>	<b>4,88</b>	<b>6,27</b>	<b>7,41</b>	<b>7,98</b>	<b>9,15</b>	<b>9,18</b>

**Nota:** no incluye al Banco de la República.

**1/ Crédito bruto público, incluye inversiones y cartera directa.**

Fuente: Banco de la República, SGEE.



ciero y el sector público no financiero, tanto por el lado del activo como el del pasivo del sistema.

Entre diciembre de 1995 y diciembre de 1999 la cartera del sector público con el sistema financiero aumentó ligeramente su importancia dentro del balance, expresada en términos del PIB, al pasar de representar el 4,29% en la primera de estas fechas a representar el 4,98% en la segunda. Sin embargo, en los últimos dos años esa proporción se redujo y en septiembre de 2001 era de 3,70%. Por su parte, las inversiones de la totalidad del sistema financiero en títulos del Gobierno Nacional pasaron de representar el 0,52% del PIB en diciembre de 1995 a representar el 5,48% del PIB en septiembre de 2001<sup>14</sup>. En conjunto, la suma de la cartera con el sector público y de las inversiones en títulos del Gobierno Nacional constituye el crédito bruto del sistema financiero al sector público.

En el mismo Cuadro 17 se incluye, en el lado de los pasivos, el rubro de depósitos o disponibilidades del sector público en el sistema financiero, las cuales podrían asimilarse a los pasivos sujetos a encaje en el sistema financiero, provenientes del sector público no financiero<sup>15</sup>. La diferencia entre el crédito bruto al sector público y las disponibilidades del mismo en el sistema financiero arroja el crédito neto al sector público.

En el Gráfico 5 se presenta la evolución del crédito neto del sistema financiero al sector público a partir de diciembre de 1995 y hasta septiembre de 2001. Se observa un incremento muy considerable de la exposición del sistema financiero al sector público, puesto que el crédito neto, que constituía el 0,74% del PIB en 1995, pasó en seis años a representar el 5,87% del PIB en 2000 y 5,05% en 2001. Pero no solamente aumentó la exposición al sector público. Una implicación de esta variación en el crédito neto del sistema financiero al sector público es que mientras en 1995 el crédito bruto al sector público (la cartera más las inversiones) se financió con depósitos provenientes del sector privado en una cuantía equivalente al 0,74% del PIB, en 2001 se utilizaron recursos del sector privado equivalentes al 5,05% del PIB para financiar

<sup>14</sup> Para este análisis no se consideran los títulos de Finagro y de Fogafin por pertenecer estas entidades al sector público no financiero.

<sup>15</sup> Se estima que unas 3.500 entidades oficiales en todo el país efectúan depósitos en el sistema financiero.

**Gráfico 5**  
**Crédito neto, bruto y disponibilidades del sector público**  
 (Porcentajes del PIB)

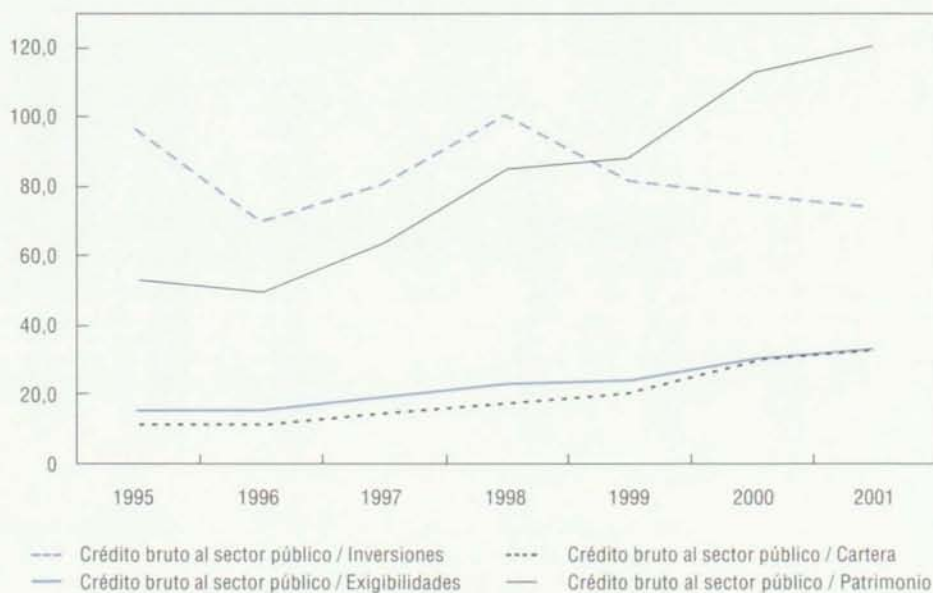


Fuente: Banco de la República, SGEE.

al sector público. Vale anotar que ese monto es inferior al del año 2000, lo cual ocurre por un incremento en los depósitos del sector público en el sistema financiero como quiera que, tal como se observa en el Gráfico 5, el crédito bruto al sector público aumentó ligeramente su cuantía expresada como proporción del PIB.

Por último, en el Gráfico 6 se presenta la evolución de algunos indicadores que relacionan el crédito bruto del sistema financiero al sector público con los principales rubros del balance consolidado del sistema financiero: inversiones totales, cartera total, exigibilidades totales y patrimonio. Una primera conclusión que se desprende de este gráfico es que el crédito bruto al sector público ha pasado a representar una proporción significativa tanto de la cartera como de las exigibilidades del sistema financiero. Esa proporción se duplicó en el curso de los últimos seis años. En segundo lugar, el crédito bruto al sector público superaba, en septiembre de 2001, el monto del patrimonio del sistema financiero en un 20,0% cuando en diciembre de 1995 representaba un poco más del 50,0% del mismo. Este cambio es importante cuantitativa

Gráfico 6  
**Crédito bruto al sector público, como proporción  
de algunos activos y pasivos del sistema financiero**  
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

y cualitativamente; el sistema financiero está ahora mucho más expuesto al sector público por lo cual el comportamiento financiero del sector público tiene mayor incidencia sobre la salud del sistema financiero que en el pasado. Finalmente, si bien la trayectoria del indicador que mide la relación entre el crédito bruto al sector público sobre las inversiones totales del sistema mantuvo en el período considerado cierta estabilidad, las inversiones incluyen los títulos de Fogafin en cabeza del sistema financiero y, como se sabe y lo muestran las cifras de los cuadros incluidos en las secciones anteriores, el monto de esos títulos se incrementó de manera considerable por haber sido utilizados en la capitalización de la banca pública a partir de 1999.

## VI. A MANERA DE CONCLUSIONES

Aunque esta Nota tiene un propósito descriptivo, y no intenta analizar los temas de sostenibilidad de la deuda pública hacia el futuro, son pertinentes algunos comentarios finales.

- En los últimos seis años la deuda pública, externa e interna, se incrementó a un ritmo elevado y, en conjunto, representa en la actualidad el 50,6% del PIB y se reparte aproximadamente por mitades entre externa e interna. En ambos tipos de deuda, su aumento se ha generado a través de la colocación de títulos entre inversionistas internacionales y domésticos. Este fenómeno, novedoso y generalizado en toda América Latina, diferencia la situación de hoy en día de la de los años 80.
- Aproximadamente una tercera parte de la deuda interna, equivalente a 8,8% del PIB, se encuentra en manos del resto del sector público no financiero. Sin embargo, la deuda interna neta del sector público no financiero como proporción del PIB es, en la actualidad, casi el doble de la registrada en 1995 y su ritmo de crecimiento en los últimos tres años fue superior al de la deuda bruta, lo cual implica que, en los últimos tres años, no ha aumentado la porción de la deuda pública interna en cabeza del mismo sector público.
- El 51,0% de la deuda pública externa total y el 61,9% de la deuda del Gobierno Nacional se obtuvo mediante la colocación de bonos en el mercado internacional de capitales. Este hecho señala, de una parte, el acceso de la República de Colombia al mercado internacional de capitales y, de otra, el desarrollo del mercado interno de deuda pública. El 97,1% de la deuda interna del Gobierno Nacional está constituida por títulos colocados en el sector privado, en el sector financiero y en el mismo sector público. El saldo de los títulos de tesorería (TES B) representaba el 85,5% de la colocación total de bonos del Gobierno Nacional en el mercado doméstico. El 36,3% de los TES B se encuentra en poder del sistema financiero, incluyendo aquellos en poder de las entidades financieras, Fogafin, el Banco de la República, las sociedades fiduciarias y los fondos de pensiones y cesantías.
- Del análisis de la estructura del balance del sistema financiero se concluye que, en los últimos tres años la cartera del sistema con el sector privado redujo su participación dentro de los activos en 12,0 puntos porcentuales, mientras las inversiones en títulos del

Gobierno Nacional, Finagro y Fogafin aumentaron su participación en 11,2 puntos porcentuales. Este hecho señala el cambio que se presentó en el comportamiento del sistema financiero, el cual, mostrando una mayor aversión al riesgo privado como consecuencia de los problemas financieros desatados a raíz del endeudamiento excesivo de los hogares y de las empresas en los años 90 y la contracción de 1999, sustituyó crédito al sector privado por la realización de inversiones en títulos del Gobierno Nacional. De esta forma, la deuda pública ha sido una alternativa de inversión para el sistema financiero en un momento en el cual estaba reduciendo su tamaño y se deprimía la demanda de crédito privado.

- Entre diciembre de 1995 y septiembre de 2001 se elevó de manera considerable la exposición del sistema financiero al sector público, medida por el indicador de crédito neto del sistema al sector público como proporción del PIB. A tiempo que en 1995 la cartera pública y las inversiones del sistema financiero en títulos del Gobierno Nacional se financiaron con base en depósitos provenientes del sector privado en una cuantía equivalente al 0,74% del PIB, en 2001 se utilizaron recursos del sector privado, equivalentes al 5,05% del PIB para financiar al sector público. De esta manera, no sólo aumentó la exposición del sistema al sector público sino que una cuantía importante de recursos privados se canalizó, a través del sistema financiero, a financiar el sector público. Es interesante que buena parte de las inversiones en títulos del Gobierno Nacional se realice a plazos largos, lo cual estaría mostrando la capacidad del sistema financiero para canalizar excedentes hacia un sector deficitario, como es el público, y transformar plazos.
- En septiembre de 2001 un 120,5% del patrimonio del sistema financiero colombiano se encontraba comprometido en cartera e inversiones públicas de tal forma que el sistema está ahora más expuesto al comportamiento financiero del sector público. Si no hay una recuperación de la actividad económica del sector privado, los resultados del sistema financiero dependerán, en alto grado, de las inversiones en títulos del Gobierno Nacional.

- La corrección del desequilibrio fiscal del Gobierno Nacional y la recuperación de un ritmo alto de crecimiento económico, son elementos esenciales para asegurar la sostenibilidad de la deuda externa pública hacia el futuro y el acceso a recursos del ahorro externo, y no menos importante, para que el sistema financiero vuelva a ser un proveedor importante de recursos de crédito al sector productivo privado y reduzca su nivel de riesgo frente al sector público.