



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
DICIEMBRE DE 2003

BANCO DE LA REPÚBLICA



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
DICIEMBRE DE 2003

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1692-4029

RESUMEN Y CONCLUSIONES

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de julio de 2003 se afirmaba que la mayor dinámica del crédito observada era consecuencia de situaciones positivas tanto en la demanda como en la oferta de este. En el segundo semestre de 2003, estas condiciones se acentuaron. Estos hechos junto con un entorno externo más favorable, permitieron que la salud del sistema financiero continuara mejorando y el negocio crediticio siguiera acelerándose.

A continuación, se muestran las características del entorno macroeconómico que han acompañado estos eventos, al igual que los principales aspectos de la evolución de los riesgos de los principales clientes del sistema financiero, para terminar con las tendencias y riesgos de su balance.

EVOLUCIÓN DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

✘ El sector real de la economía tuvo un buen desempeño, superior al previsto en las proyecciones oficiales y en las expectativas de los agentes privados. Esto ha disminuido el riesgo crediticio que tanto empresas como personas representan para el sistema financiero. El mejor desempeño se reflejó en una aceleración del gasto doméstico y del producto interno bruto (PIB), especialmente en los sectores no transables. Así mismo, la mejor dinámica económica repercutió en una mejora de las condiciones del mercado laboral. Los resultados de las encuestas de expectativas muestran que una de las fuerzas principales de este crecimiento, el dinamismo de la demanda interna, puede continuar durante el próximo año.

✘ El entorno financiero internacional continúa siendo favorable para todas las economías emergentes, incluyendo a Colombia. Este entorno ha permitido que la expansión del gasto agregado ocurra sin mayores presiones de financiamiento externo, lo que ha tenido un efecto positivo sobre las variables financieras domésticas, facilitando la existencia de tasas de interés bajas y estables.

✘ La coyuntura financiera y el comportamiento de la demanda han influido en el mejoramiento del precio de los diferentes activos domésticos. El comportamiento de la bolsa de valores y el precio de la vivienda evidencian valoraciones reales con respecto al índice de precios al consumidor, lo que mejora la calidad y cantidad de las garantías para el sistema financiero. Cabe destacar que los crecimientos y los niveles de precios relativos alcanzados por estos activos están lejos de los registrados durante la burbuja financiera de principios de los noventa, por lo que no hay ninguna evidencia de que estos precios representen en la actualidad una amenaza para la estabilidad del sistema financiero.

✘ En el frente fiscal, se ha presentado una ligera mejoría en los indicadores de déficit fiscal y de deuda pública, así como en las condiciones financieras de la deuda, lo que ha favorecido el desempeño del sistema financiero. Sin embargo, es importante que se realice un esfuerzo adicional para reducir el déficit fiscal y la demanda de recursos por parte del sector público no financiero. Esto evitaría que una reversión en las perspectivas económicas de la región tenga un impacto fuerte en la sostenibilidad del sector público y, consecuentemente, en la estabilidad del sistema financiero, que aún conserva una parte importante de su activo invertido en títulos públicos.

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS PRINCIPALES DEUDORES Y LOS RIESGOS DERIVADOS DE LA EXPOSICIÓN DEL SISTEMA A DICHS CLIENTES

Deuda del sector real

✘ Durante el año 2002 la deuda bruta del sector real creció de forma acelerada, siendo jalonada especialmente por el incremento en el endeudamiento interno y por el efecto precio sobre la deuda externa generado por la devaluación del segundo semestre. A septiembre de 2003, el crecimiento de la deuda se ha moderado, hecho fundamentado parcialmente en el menor endeudamiento externo privado en dólares y en el efecto precio generado por la revaluación real.

✘ El sector privado no financiero aumentó por primera vez desde 1998 su endeudamiento total, aunque este crecimiento fue bajo. El crecimiento registrado por el endeudamiento interno corresponde principalmente a una recomposición de deuda externa a interna.

Sector corporativo privado

✘ Las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país en lo que va corrido del año 2003. Esta mayor exposición ha venido acompañada de una menor concentración, lo que da más recursos a deudores antes restringidos.

✘ A septiembre de 2003 los principales deudores privados mostraron altos niveles en la calidad de la cartera y una tendencia positiva hacia mejores niveles.

✘ Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores muestran un sector corporativo fortalecido después de la crisis vivida en 1999. Se destaca el positivo desempeño de las empresas productoras de bienes no transables explicado por su rápido incremento en rentabilidad, fortalecimiento patrimonial y menor exposición a tasa de interés. Las empresas productoras de bienes transables mantienen niveles estables en rentabilidad. El perfil de endeudamiento en ambos sectores ha mejorado, y las empresas se han hecho menos vulnerables a los choques en el tipo de cambio.

✘ Según las encuestas de expectativas, se esperan incrementos tanto en el producto como en la inversión a realizar por parte de los empresarios en el año 2004. Mientras se mantenga la evolución positiva y los altos niveles en la disposición a pedir prestado y a prestar, se puede esperar que el crédito comercial siga presentando crecimientos positivos como los que ha mostrado a lo largo del año 2003. Conservar estos niveles, mayores a

los exhibidos en los últimos años, dependerá de que la calidad de los préstamos y la oferta de recursos de las entidades de crédito mantengan sus tendencias.

Hogares

✘ La deuda de los hogares creció marginalmente durante el año 2003. Sin embargo, su participación en el total de activos del sistema cayó en el mismo periodo. Este desempeño ha estado explicado por la expansión de la cartera de consumo que contrarrestó la caída de la cartera hipotecaria. Se da entonces una recomposición de la deuda de los hogares en términos de tipo de cartera hacia la cartera de consumo y, en términos de tipo de entidad, hacia los bancos comerciales.

✘ La calidad de cartera continúa mejorando, aunque se percibe una marcada diferencia entre la cartera de los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) y la de los otros tipos de intermediarios. Esta tendencia coincide con un mejoramiento en la capacidad de pago de los hogares asociada a una reducción en los niveles de desempleo y a la permanencia de niveles altos de salarios reales.

✘ En el caso de la cartera hipotecaria, continúan presentándose altos niveles de mora, relacionados con la existencia de un acervo importante de créditos malos provenientes de la época de la crisis. Para los nuevos desembolsos puede esperarse un mejor desempeño, relacionado con el buen comportamiento exhibido por los precios de la vivienda nueva.

✘ A pesar de la recuperación exhibida en la capacidad de pago de los hogares, estos, a diferencia del sector corporativo, no han incrementado su endeudamiento interno.

✘ Las perspectivas sobre el futuro del crédito hipotecario no son claras, pues a pesar del desempeño positivo de los precios del mercado de la vivienda, la “oportunidad favorable para comprar” obtenida a partir de la Encuesta de consumo de Fedesarrollo, frenó su desempeño positivo durante el último trimestre del año. Por otra parte, para el caso de los bienes durables este indicador ha mostrado un crecimiento positivo a lo largo del año, lo cual podría impulsar el desempeño de la cartera de consumo. Si se confirma esta tendencia, se puede profundizar la recomposición de la deuda de los hogares arriba descrita.

Sector público no financiero (SPNF)

✘ La exposición del sistema financiero ante la deuda pública se incrementó levemente en septiembre de 2003, después de la reducción experimentada entre 2001 y 2002. Este crecimiento fue liderado principalmente por los BECH. Por su parte, los bancos comerciales siguen siendo las entidades más expuestas de forma directa ante la deuda del SPNF.

✘ Las condiciones financieras de la deuda pública han mejorado. De la misma manera lo ha hecho la percepción sobre la solvencia del Gobierno. Lo anterior se ve reflejado en la reducción de las tasas de interés de la deuda pública que ha beneficiado los balances de las entidades financieras a través de valorizaciones de la tenencia de deuda. Esto también se manifiesta en la reducción de los *spreads* de deuda pública externa. Es necesario tener en cuenta que esta situación ha sido generalizada en los mercados emergentes y no es exclusiva de Colombia.

✘ El SPNF moderó su dinámica de endeudamiento en septiembre de 2003, hecho parcialmente explicado por la disminución del endeudamiento externo producto del efecto precio de una menor devaluación. Lo anterior permitió que la relación deuda / PIB se estabilizara.

✘ El gobierno nacional central (GNC) moderó su dinámica de endeudamiento tanto interno como externo. Sin embargo, estos crecimientos siguen siendo altos. Por otro lado, el ritmo de incremento de la relación deuda del gobierno / PIB exhibió un crecimiento moderado.

✘ Hay que resaltar que, si bien las condiciones generales de la deuda han mejorado, los indicadores de sostenibilidad no lo han hecho. Por tanto, se hace necesario enfatizar que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en materia de ajuste de las finanzas públicas.

✘ En septiembre de 2003, la deuda territorial continuó con la tendencia decreciente que comenzó en 1997. Por su parte, durante el año 2003 la calidad de la deuda de los entes territoriales ha mejorado¹. Esto ha reducido el riesgo que representan los entes territoriales al sistema financiero. A pesar de que la calidad de cartera sigue siendo peor que la del resto del sistema, esta ha mejorado consistentemente desde el año 2000.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO

Sociedades administradoras de fondos de pensiones (AFP)

✘ El portafolio administrado por las AFP ha continuado creciendo a lo largo de 2003 y todavía presenta una fuerte concentración en inversiones de deuda pública.

✘ El descalce en plazos entre los activos del portafolio administrado por las AFP y las pensiones a pagar en el futuro aún persiste, a pesar del desarrollo de nuevos activos de largo plazo como las titularizaciones de cartera hipotecaria. En el futuro es importante revisar los incentivos tributarios para que este tipo de inversiones sean apetecidas por las AFP, ya que son sus compradores naturales.

Entidades de crédito

✘ Durante 2003, las entidades de crédito siguieron incrementando su cartera de créditos tal como lo venían haciendo desde mediados de 2002. Con excepción del crédito de vivienda, todas las modalidades de préstamos han contribuido a que se consolide dicha reactivación.

✘ De igual manera, este sector muestra niveles de rentabilidad acordes con periodos previos a la crisis de 1998 a 1999. A lo largo de 2003, la rentabilidad continuó su ascenso debido principalmente a una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera e inversiones), a mayores márgenes financieros y al buen desempeño de los precios de los títulos de deuda pública.

¹ Buena parte de la mejora registrada hasta el año 2002 se debió a la aplicación de la Ley 617 de 2000, la Ley 550 de 1999 y a la reforma tributaria del año 2000 que permitió realizar retiros del Fondo de Estabilización Petrolera para el pago de deuda de departamentos y municipios.

- ✘ Por otra parte, los establecimientos de crédito continúan evidenciando reducciones generalizadas en los distintos riesgos inherentes a su negocio.

- ✘ En lo que respecta al riesgo de crédito, todos los indicadores tanto de vencimientos y riesgo como de provisiones, muestran comportamientos altamente satisfactorios, lo que hace que en la actualidad el sistema enfrente una percepción de riesgo de contraparte históricamente baja.

- ✘ Con el fin de mantener este buen entorno, es necesario que no se relajen los controles para que continúe la buena asignación de los nuevos créditos. Esto es especialmente importante en las modalidades que presentan las dinámicas más elevadas.

- ✘ El riesgo en el que incurren los establecimientos de crédito por fluctuaciones en los precios de sus principales posiciones activas y pasivas (riesgo de mercado) como proporción del riesgo total asumido por estas entidades se ha mantenido estable. Sin embargo, se ha dado una recomposición al interior de dicho riesgo, reduciendo el riesgo de tasa de interés de los productos financieros, mientras se aumentó el riesgo de tasa de TES. Esto es fruto de la actualización en la regulación ocurrida luego de la crisis en el precio de los TES de julio y agosto de 2002.

- ✘ La liquidez del sector se encuentra en niveles adecuados a noviembre de 2003. Esto es fruto de un crecimiento adecuado que ha exhibido las colocaciones en el último semestre y de un entorno externo satisfactorio. Mientras que esta situación se mantenga, no es de esperarse que se den problemas de liquidez en las entidades de crédito, en un horizonte de mediano plazo.

- ✘ Esta reducción en buena parte de los riesgos del sector, junto con los adecuados niveles de patrimonio que han exhibido las entidades en todo el año 2003, aseguran una solidez patrimonial capaz de seguir expandiendo el negocio crediticio en el corto plazo, mientras que la demanda así lo requiera.

- ✘ En síntesis, el negocio crediticio ha seguido incrementando su favorable dinámica durante el año 2003. Pese al aumento en los desembolsos registrado hasta ahora, la evidencia disponible no hace prever que el sistema se encuentre en un proceso de recalentamiento que ponga en peligro la estabilidad financiera. Esta afirmación se deriva del hecho que, si bien, se han registrado crecimientos importantes en los activos y la cartera del sistema y en la absorción de la economía, ni sus acervos ni su dinámica alcanzan aún niveles atípicamente altos que puedan desencadenar una burbuja financiera.

Junta Directiva del Banco de la República

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
DICIEMBRE DE 2003

Elaborado por:
Departamento de Estabilidad Financiera
Subgerencia Monetaria y de Reservas

SUBGERENCIA MONETARIA Y DE RESERVAS

José Tolosa Buitrago

Subgerente

DEPARTAMENTO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Juan Pablo Zárate Perdomo

Director

Juanita González Uribe

Michel Janna Gandur

Jimmy Martínez Correa

Óscar Gonzalo Martínez Amaya

Santiago Muñoz Trujillo

David Salamanca Rojas

Camilo Zea Gómez

Se agradece la colaboración de Diana Soledad Leal Jiménez en la elaboración de este reporte.

CONTENIDO

I. ENTORNO MACROECONÓMICO	13
A. LA DEMANDA INTERNA Y EL PRODUCTO	13
B. LAS CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA INTERNA	14
C. LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS	14
D. SITUACIÓN FISCAL	15
II. DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL	16
III. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO	19
A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO	19
B. HOGARES	38
C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	43
IV. SISTEMA FINANCIERO	52
A. SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)	52
B. ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	54
TEMAS ESPECIALES SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA	
EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO COLOMBIANO	69
CAMILO ZEA G.	
EFICIENCIA EN LA BANCA: UN RECUENTO EN LA LITERATURA	
PARA EL CASO COLOMBIANO	77
MICHEL JANNA G.	

ENTORNO MACROECONÓMICO

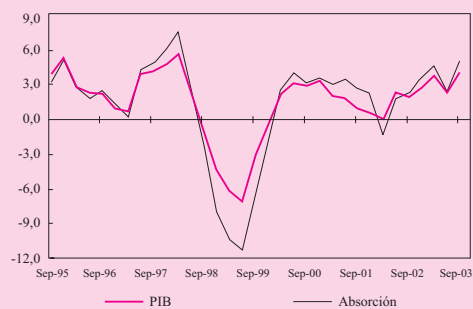
A. DEMANDA INTERNA Y EL PRODUCTO

El hecho macroeconómico más importante durante 2003 fue la consolidación del crecimiento de la demanda interna. Como se aprecia en el Gráfico 1, en el primero y tercer trimestres de 2003 se presentó un crecimiento de la demanda interna a tasas superiores a 4% con respecto al mismo trimestre del año anterior, dinamismo que no se registraba desde 1997. Este comportamiento ha estado basado en un importante crecimiento de la demanda privada, especialmente en inversión, y en menor medida, en el consumo de los hogares. Cabe resaltar que aunque este crecimiento del gasto es importante para las épocas recientes, es mucho menor que el registrado durante el período de “boom” del crédito y del gasto privado observado en la primera mitad de la década de los años noventa.

El comportamiento en la demanda interna ha tenido como contrapartida una aceleración, aunque menos pronunciada, en el crecimiento del producto interno bruto (PIB). Este crecimiento del PIB ha tenido como principales impulsores el dinamismo de la demanda interna y el crecimiento de las exportaciones de carbón y petroquímica. De acuerdo con lo anterior, en los últimos dos trimestres, el crecimiento se ha centrado en el sector de minería y en los sectores productores de bienes no transables, ya que estos últimos son los más favorecidos por el incremento en la demanda interna (Gráfico 2). Aunque no han tenido el mismo dinamismo de los sectores no transables, los sectores

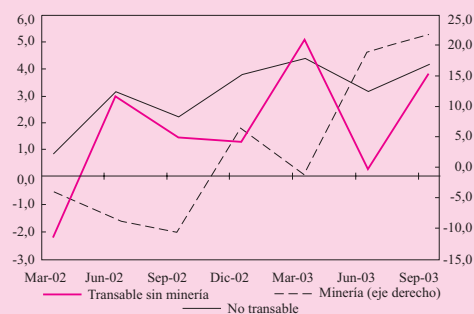
transables, diferentes de minería y petróleo, también han visto incrementado su crecimiento, alcanzando tasas de 3% para los tres primeros trimestres de 2003.

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO DEL PIB Y ABSORCIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO DEL PIB
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Finalmente, la aceleración en el crecimiento del PIB ha tenido un efecto positivo sobre las condiciones del mercado laboral afectando los ingresos de los hogares.

B. CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA INTERNA

El dinamismo del gasto interno se ha facilitado por las favorables condiciones de financiamiento externo y el ingreso de remesas del exterior que han permitido financiar el mayor gasto con holgura en la balanza de pagos. En efecto, el entorno financiero internacional ha sido favorable para los países emergentes y Colombia no ha sido la excepción. Ello se ve reflejado en una disminución en las tasas de interés y en los *spreads* de la deuda emitida por los países emergentes. Este hecho se muestra en el Gráfico 3, donde se aprecia que los *spreads* de la deuda pública colombiana se redujeron sistemáticamente durante todo el año 2003.

Las favorables condiciones en el financiamiento externo y el comportamiento de las remesas han influido en el tipo de cambio nominal peso / dólar, que después de una fuerte devaluación en el primer trimestre del año 2003, se apreció durante el resto del año. El comportamiento del tipo de cambio ha favorecido las condicio-

nes de los agentes endeudados en dólares, sin afectar de forma fuerte a los sectores transables, probablemente porque otras monedas importantes para el intercambio comercial también se han apreciado frente al dólar.

Este entorno internacional y una posición monetaria medida por parte del Banco de la República han permitido mantener la estabilidad en los mercados financieros domésticos, lo que ha generado un buen marco para la recuperación de los diferentes agentes financieros que actúan en estos mercados. Como reflejo de esto, durante todo el año las tasas de interés de los instrumentos financieros más importantes de la economía se mantuvieron bajas y estables en términos nominales y reales.

C. PRECIOS DE LOS ACTIVOS

El comportamiento ya comentado del gasto, el producto y el financiamiento externo, tuvo como consecuencia un incremento del precio de los activos domésticos. Es así como los dos activos más importantes del sector privado, firmas y vivienda, experimentaron incrementos en los precios superiores al índice de precios al consumidor (IPC).

En el caso del precio de las firmas, el índice de la Bolsa de Valores de Colombia se ha venido incrementando durante todo el año 2003 por encima del IPC. En el caso de las viviendas, por lo menos en el de Bogotá, la información disponible muestra una valorización de 16% con una recuperación en los precios relativos de estos activos que habían venido deprimiéndose desde mediados de la década pasada.

Al igual que lo ocurrido con el crecimiento de los flujos de gasto y producto, los aumentos de precios de los activos domésticos, aunque han sido mayores que los presentados en los últimos años, resultan menores que los mostrados en los primeros años de la década de los noventa que fueron la antesala del período de estrés financiero de finales del siglo pasado.



D. SITUACIÓN FISCAL

En el frente fiscal se han producido buenos resultados, parcialmente explicados por el comportamiento del PIB y las condiciones financieras ya señaladas. Específicamente, se ha venido reduciendo el déficit del sector público no financiero (SPNF), haciendo muy probable el cumplimiento de las metas acordadas en este frente con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Adicionalmente, como se verá más adelante, el comportamiento del déficit, la tasa de cambio y el PIB ha

llevado a que la relación deuda a PIB modere sustancialmente el crecimiento que venía siendo importante en los últimos años.

A pesar de los puntos expuestos anteriormente, hay que señalar que los resultados de déficit aún están lejanos de los que permitirían mantener permanentemente los indicadores de solvencia en los niveles deseados, por lo cual es muy importante el efecto que las medidas tributarias recientemente adoptadas y las que se han anunciado para el año 2004 tengan sobre la dinámica de la deuda pública.

II

DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL

El sector “real” de la economía, compuesto por el gobierno, las empresas y los hogares, constituye la contrapartida del sistema financiero doméstico. Este último es una de las principales fuentes de financiamiento del primero y, por esta razón, resulta importante hacer un seguimiento a la evolución del nivel de deuda y de ingresos del sector real, con el fin de evaluar la exposición global del sistema financiero doméstico ante los deudores del mismo.

Durante el año 2002 la deuda bruta del sector real creció de forma acelerada, siendo jalonada especialmente por el incremento en el endeudamiento interno y por el efecto-precio sobre la deuda externa generado por la devaluación del segundo semestre. A septiembre de 2003 el crecimiento de la deuda se moderó, hecho fundamentado en el menor endeudamiento externo privado en dólares y en el efecto-precio de la devaluación¹.

El Cuadro 1 muestra la evolución de la deuda bruta del sector no financiero entre 1998 y septiembre de 2003. El endeudamiento del sector no financiero moderó su tasa al pasar de un crecimiento real anual de 11,5% en el año 2002 a 2,5% en septiembre de 2003. Este crecimiento se encuentra inclusive por debajo del promedio registrado entre 1998 y 2001 correspondiente a un crecimiento real anual de 4,5%. En este cambio de dinámica tanto el sec-

tor público como el privado jugaron un papel relevante, pero se destaca principalmente la disminución en la tasa de endeudamiento privado.

La deuda del sector privado no financiero decreció 0,2% real anual, reducción principalmente liderada por una disminución de la deuda externa privada de 9% real anual, consecuencia de una contracción de la deuda externa expresada en dólares de 4,6% anual y de una reducción en la devaluación. Por otro lado, la deuda interna privada exhibió un crecimiento real anual de 7,2%.

Por su parte, el SPNF registró un crecimiento real anual de 4,4%. Este crecimiento corresponde principalmente a un incremento real anual de la deuda interna de 7,2%, dado que la deuda externa creció 1,7% real anual. Sin embargo, hay que resaltar que este crecimiento moderado del endeudamiento externo del SPNF se debe primordialmente al efecto-precio de la reducción en la devaluación, dado que la deuda externa en dólares creció 6,6% anual.

Para aislar el efecto-precio de la tasa de cambio, se calculó la devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual de cero a septiembre de 2003. Si tenemos en cuenta lo anterior, el crecimiento real anual de la deuda del sector real sería de 3,6%, correspondiente a un crecimiento de 5,6% real anual del SPNF y a uno de 0,9% para el sector privado no financiero (Cuadro 2). Lo anterior implica que la moderación en la dinámica del endeudamiento del sector real ha estado ayudada en gran parte por la evolución de la tasa de cambio.

¹ La devaluación nominal anual de diciembre de 2002 fue de 25%, mientras que la devaluación nominal anual a septiembre de 2003 fue de 2,17%. Hay que aclarar que para estos cálculos se utiliza la tasa representativa del mercado de fin de período.

CUADRO 1
DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL, 1998-2003

Año	Sector público no financiero			Externa millones de US\$	Sector privado no financiero			Externa millones de US\$	Deuda total
	Interna	Externa	Total		Interna ^{1/}	Externa ^{2/}	Total		
	Billones de pesos				Billones de pesos				
Sin IFI									
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	50,6	22,6	73,2	14.665,9	121,6
1999	30,5	32,9	63,5	17.547,1	47,5	27,4	74,9	14.624,5	138,4
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	42,2	31,3	73,6	14.061,5	157,7
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	43,5	32,7	76,2	14.273,6	177,7
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	48,6	38,4	87,0	13.421,5	211,9
Sep-03	67,3	66,4	133,7	22.979,3	53,5	38,2	91,8	13.226,2	225,4
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		36,0	16,1	52,1		86,5
1999	20,1	21,7	41,9		31,3	18,1	49,4		91,3
2000	24,0	24,0	48,1		24,1	17,9	42,1		90,1
2001	26,9	27,0	54,0		23,2	17,4	40,6		94,5
2002	31,0	30,5	61,5		23,9	18,9	42,8		104,3
Sep-03	30,7	30,3	61,1		24,5	17,5	41,9		103,0
Con IFI									
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	52,0	22,6	74,6	14.665,9	123,0
1999	30,6	32,9	63,5	17.547,1	49,2	27,4	76,6	14.624,5	140,1
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	43,7	31,3	75,1	14.061,5	159,2
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	44,7	32,7	77,4	14.273,6	178,8
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	49,5	38,4	88,0	13.421,5	212,9
Sep-03	67,3	66,4	133,7	22.979,3	53,5	38,2	91,8	13.226,2	225,4
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		37,0	16,1	53,1		87,6
1999	20,2	21,7	41,9		32,5	18,1	50,5		92,4
2000	24,1	24,0	48,1		25,0	17,9	42,9		91,0
2001	26,9	27,0	54,0		23,8	17,4	41,2		95,1
2002	31,0	30,5	61,5		24,4	18,9	43,3		104,8
Sep-03	30,7	30,3	61,1		24,5	17,5	41,9		103,0

Nota: Dado que el IFI dejó de ser corporación financiera al ceder sus activos y pasivos a la IOE Bancoldex, el análisis se realiza sin esta institución.

1/ Cartera privada bruta - Créditos entre entidades financieras + Acervo de bonos privados en los balances de las entidades financieras + Titularizaciones de cartera hipotecaria.

2/ Incluye arrendamiento financiero.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

El Cuadro 1 muestra la relación deuda / PIB del sector real entre 1998 y septiembre de 2003. Este indicador complementa el análisis de la evolución de la deuda agregada, en el sentido que nos permite ver otra arista de la situación, en la medida que podemos observar el nivel de deuda frente a los

ingresos de los deudores. Lo anterior se entiende si tenemos en cuenta que, si bien un aumento en el nivel global de deuda aumenta el riesgo de los acreedores manteniendo todo lo demás constante, los aumentos en el nivel de ésta pueden estar asociados a un incremento en la actividad económica

CUADRO 2
EJERCICIO DE TASA DE CAMBIO (*)

Año	Sector público no financiero				Sector privado no financiero				Deuda total
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna	Externa	Total	Externa	
	Billones de pesos			millones de US\$	Billones de pesos			millones de US\$	
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	43,5	32,7	76,2	14.273,6	177,7
2002	62,9	51,8	114,7	21.630,8	48,6	32,1	80,7	13.421,5	195,4
Sep-03	67,3	68,0	135,3	22.979,3	53,5	39,2	92,7	13.226,2	228,0
Como porcentaje del PIB									
2001	26,9	27,0	54,0		23,2	17,4	40,6		94,5
2002	31,0	25,5	56,5		23,9	15,8	39,7		96,2
Sep-03	30,7	31,1	61,8		24,5	17,9	42,3		104,2

(*) El ejercicio consiste en hallar una devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual de cero para aislar el efecto precio.
Fuente: Superintendencia Bancaria y Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

que conduce a mayores ingresos futuros con los cuales se puede cumplir las obligaciones.

Por otro lado, los incrementos acelerados de esta relación son fuentes de riesgo que pueden afectar al sistema financiero doméstico de dos formas: directa e indirecta. La primera corresponde al hecho que parte de la deuda se financia por medio del sistema financiero doméstico. La segunda afecta el sistema en la medida que los aumentos en la relación incrementan la fragilidad financiera de los deudores, los cuales pueden ver afectada su capacidad de pago ante los choques sobre su solvencia o liquidez.

La relación deuda / PIB disminuyó 1,3 puntos porcentuales a septiembre de 2003, lo cual es un hecho importante, dado que esta relación venía creciendo desde el año 2000 con su mayor pico en 2002. El sector privado redujo esta relación en 0,9 puntos

porcentuales, en tanto que el SPNF exhibió un comportamiento similar al disminuir su relación en 0,4 puntos porcentuales. Cabe destacar que gran parte de la disminución del indicador en el sector privado proviene de la contracción de la deuda externa que bajó 1,5 puntos porcentuales como porcentaje del PIB. Según se mencionó anteriormente, esto corresponde a la apreciación de la tasa de cambio.

En síntesis, aislando el efecto-precio, el sector privado aumentó por primera vez desde 1998 su endeudamiento total, aunque, este crecimiento ha sido bajo. El crecimiento registrado por el endeudamiento interno corresponde principalmente a una recomposición de deuda externa a interna. Finalmente, corrigiendo por devaluación, si bien la dinámica de la deuda del SPNF es moderada con respecto a los años anteriores, ésta crece cerca de dos puntos porcentuales por encima del PIB.

DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

1. Crédito del sector corporativo privado con las entidades de crédito

a. Monto expuesto

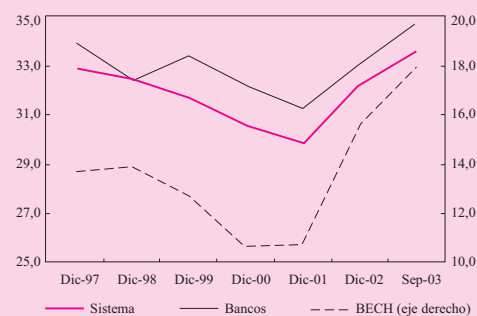
La suma de la cartera comercial privada, cartera comercial *leasing*, cartera de microcrédito y títulos privados en los balances de las entidades de crédito es una aproximación a los recursos otorgados al sector corporativo privado. La información que se presenta a continuación tiene como fuente la Superintendencia Bancaria y sólo incluye a las entidades de crédito del sistema financiero (no contiene instituciones oficiales especiales (IOE)).

La exposición de las entidades de crédito al sector corporativo privado como proporción de su activo se ha incrementado entre el año 2001 y septiembre de 2003 (Gráfico 4). Luego de presentar una tendencia decreciente por cuatro años seguidos desde 1997, el indicador de exposición para septiembre de 2003 (34%) ha alcanzado niveles levemente mayores que los observados en diciembre de 1997 (33%). En lo que va corrido de 2003, el monto expuesto ha pasado de \$28,7 billones (b) en diciembre de 2002 a \$31,2 b en septiembre de 2003, lo cual equivale a un crecimiento real anualizado de 4,5%. A pesar de que este crecimiento es mayor que el 3,97% registrado para el producto a septiembre de 2003, el monto expuesto como porcentaje del PIB a esta fecha de 14% aún es menor que el registrado en diciembre de 1997 de 20%. Por tanto,

si se mira la exposición como proporción del activo entre 1997 y septiembre de 2003, ésta es muy similar (dada la reducción en el activo de las entidades de crédito en este lapso), pero si se compara el monto expuesto con la producción de toda la economía la exposición de septiembre de 2003 es bastante menor que la de 1997.

La mayor exposición al sector corporativo privado ocurrida en lo que va del año 2003 se debe a la gran dinámica presentada por la cartera comercial, de microcrédito y *leasing* comercial. Como se observa en el Gráfico 4, los principales tipos de entidades de crédito han jalonado el aumento en el crédito al sector corporativo privado. Los bancos comerciales siguen manteniendo una mayor exposición que los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) a septiembre de 2003 (35% y 18%, respectivamente). Sin embargo, desde diciembre de 2001 este último tipo de entidades y las compañías

GRÁFICO 4
EXPOSICIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO
TOTAL SISTEMA, BANCOS Y BECH
(COMO PROPORCIÓN DEL ACTIVO)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

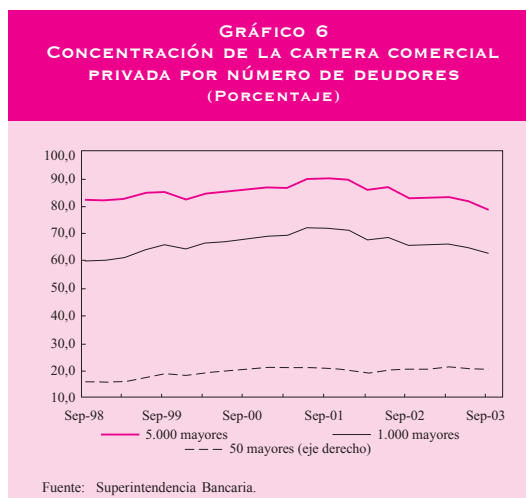
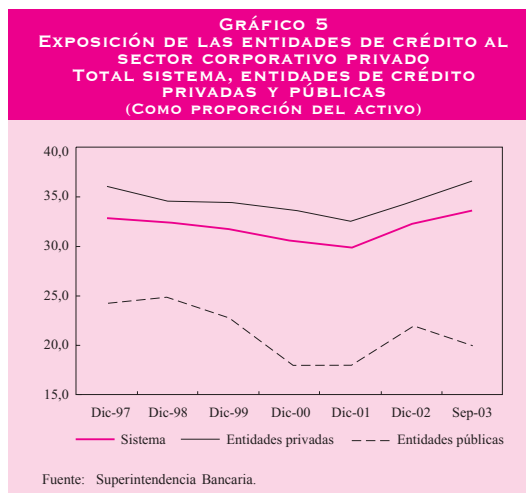
de financiamiento comercial (CFC) *leasing* se han caracterizado por su rápido crecimiento en cartera comercial.

Al discriminar por la naturaleza privada o pública de las entidades de crédito, se observó que son las primeras las más expuestas al sector corporativo. Mientras las entidades de crédito privadas tenían a septiembre de 2003 el 37% de sus activos expuestos ante el sector corporativo privado, la exposición en términos de los activos de las entidades de crédito públicas fue de 20%. Se destaca que, a diferencia de las entidades privadas, en lo que va corrido del año para el total de entidades de crédito, las públicas han reducido su exposición al sector corporativo privado (Gráfico 5).

b. Principales deudores del sector corporativo privado²

La concentración del crédito privado ha disminuido en lo que va corrido del año 2003. La participación del crédito privado destinado a los 5.000 principales deudores dentro de la cartera comercial privada total se redujo de 83,0% a 78,6% entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003. De forma similar y entre las mismas fechas, el endeudamiento de los 1.000 principales deudores se redujo de 66,1% a 63,0%. En el caso de los 50 principales deudores la reducción en participación ha sido marginal, por lo que este reducido grupo sigue manteniendo el 20% de la cartera comercial privada total (Gráfico 6). Por tanto, el crecimiento en exposición al sector privado ha venido acompañado de mayor acceso al crédito para deudores que antes no lo tenían o que estaban restringidos en monto.

Hasta el tercer trimestre del año 2003 la cartera privada de los 50, 1.000 y 5.000 principales deudores



ha venido mejorando su calidad. Como se aprecia en el Gráfico 7, la cartera de tipo A de los 1.000 y 5.000 principales deudores, que en marzo de 2001 representó el 66% de la cartera total otorgada a cada grupo, en septiembre de 2003 representó el 86%. En el caso de los 50 principales deudores, el mejoramiento en la calificación del crédito ha sido aún más rápido, y para septiembre de 2003 la participación de la cartera de tipo A en el total del grupo representó el 89,6%. De forma similar, la baja participación de la cartera de tipo E y su tendencia decreciente presentada desde el año 2000, indican el positivo desempeño que en términos de calidad de cartera han tenido los principales deudores.

² Con el objetivo de analizar la concentración de los créditos comerciales privados, la evolución de su calidad y las ramas económicas a las cuales se ha destinado, se utilizó información para los 50, 1.000 y 5.000 principales deudores privados.

Al discriminar por grandes ramas económicas, de 1998 hasta septiembre de 2003, los créditos otorgados a los 5.000 principales deudores no han cambiado de forma importante su destino (Gráfico 8). Aproximadamente el 40% del crédito otorgado a este grupo se sigue concentrando en la industria manufacturera. Mientras las ramas de comercio, y electricidad, gas y agua han incrementado marginalmente su participación, las ramas de intermediación financiera y construcción la han reducido.

La calidad de la cartera ha mejorado en todos los sectores y a septiembre de 2003 se mantiene una alta participación de cartera de tipo A en las principales

ramas como la industria manufacturera y el comercio (85% y 94%, respectivamente). La rama con menor proporción de cartera tipo A sigue siendo la construcción con 57%. Sin embargo, al analizar la evolución de la calidad de la cartera se observa cómo ésta ha mejorado en todos los sectores, incluyendo la construcción, dado el incremento en la participación de la cartera de tipo A y la reducción de la de tipo E (Gráfico 9)³.

³ Los resultados de la construcción, en términos de calidad, reflejan para el sector el producto de un acervo de créditos malos, mas no necesariamente el comportamiento de los nuevos créditos.

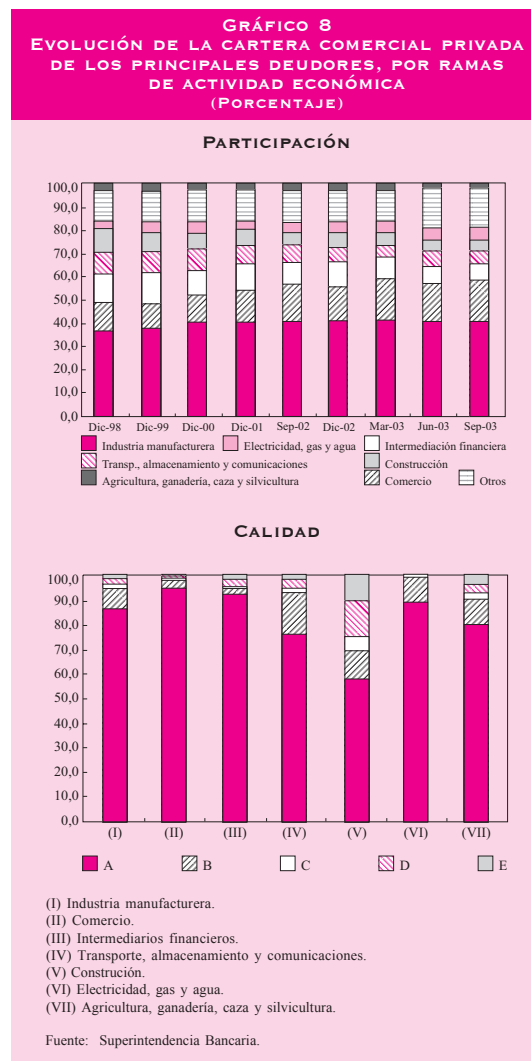
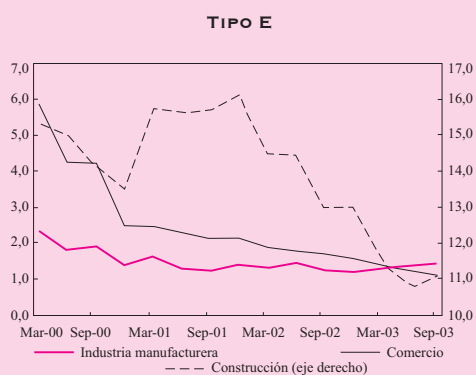
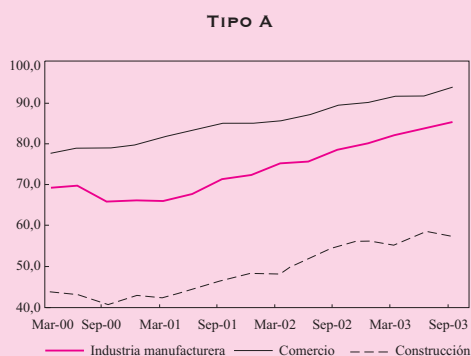


GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD DE LA CARTERA
COMERCIAL DE LOS PRINCIPALES DEUDORES,
POR RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

En síntesis, las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país a lo largo del año 2003. A pesar del mayor crecimiento en exposición que en producto (4,5% versus 3,97% en el PIB), a septiembre de 2003 el indicador de exposición con respecto al activo mantuvo niveles levemente superiores a los observados en 1997. Sin embargo, a septiembre de 2003, la exposición como porcentaje del PIB es menor que la registrada en diciembre de 1997, por lo que no se han alcanzado los niveles de exposición con respecto al total de la economía de 1997. Este aumento en el

crédito se ha dado tanto en los bancos comerciales como en los BECH, siendo los primeros los más expuestos. En lo que va corrido del año 2003, la exposición al sector real ha sido adquirida por las entidades de crédito privadas, mientras las públicas han reducido su crédito al sector privado. El crecimiento en exposición al sector privado ha venido acompañado de mayor acceso al crédito y mejor calidad de la cartera de los principales deudores. Dentro de estos últimos, se destacan los agrupados en las ramas de industria manufacturera y comercio, ambas con buena evolución y nivel de calidad de la cartera. Solo la construcción sigue presentando niveles de calidad de cartera no tan favorables a pesar de su positivo desempeño reciente.

2. Resultado de las empresas

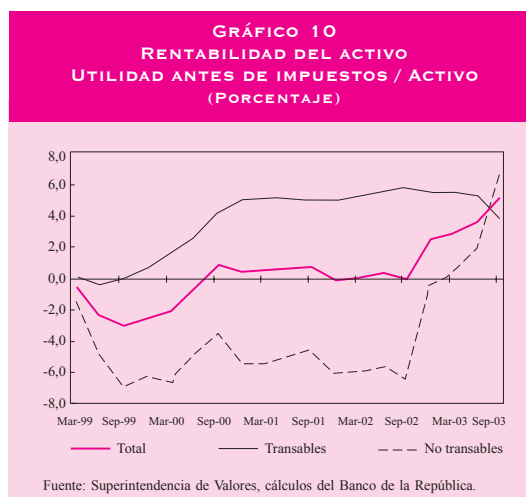
El deterioro en los estados financieros de las empresas incrementa la probabilidad de no pago que afronta el sistema financiero. Altos niveles de rentabilidad y bajos niveles de endeudamiento alejarán a una empresa de no pagar oportunamente sus deudas al sistema financiero. Ante choques no esperados que reduzcan la capacidad de pago de las empresas, los altos grados de liquidez también alejan a prestatarios de esta situación. Con el fin de identificar los riesgos que las empresas del sector real pueden crear en el sistema financiero, en esta sección se examina la evolución y salud financiera de las empresas privadas a partir de indicadores de rentabilidad, endeudamiento y liquidez. Las razones financieras utilizadas no solo se escogieron por su aplicación en estudios similares realizados para otros países, sino que, además, se basaron en los principales determinantes de fragilidad financiera empresarial identificados para el caso colombiano.

Los estados financieros analizados son los de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores que reportaron a la Superintendencia de Valores hasta septiembre de 2003. Esta información no debe considerarse como representativa del promedio de empresas privadas, ya que en su mayoría son firmas

con un gran tamaño tanto en ventas como en activo. Por tal razón, el comportamiento de algunas empresas específicas puede determinar en gran medida los resultados agregados. En promedio, desde 1998, se cuenta con 141 empresas que reportan sus estados financieros con periodicidad trimestral. Para septiembre de 2003 se trabajó con una muestra de 121 empresas, 74 transables y 47 no transables⁴.

a. Indicadores de rentabilidad⁵

Los indicadores de rentabilidad a septiembre de 2003 muestran a un sector corporativo privado fortalecido después de la crisis vivida en 1999. La rentabilidad del activo ha venido ascendiendo a tasas particularmente altas en el último año, hasta alcanzar niveles superiores a los observados en años anteriores a la crisis de 1999. Después de pasar por niveles tan bajos como los presentados en diciembre de 1999 de -2,5%, este indicador muestra una acelerada recuperación en la rentabilidad de las empresas a niveles superiores a los observados en diciembre de 1995 de 3,7%, presentando en septiembre de 2003 un nivel de 5,3%. Sectorialmente esta recuperación se observó en la positiva tendencia que vienen mostrando las empresas productoras de bienes no transables, que pasaron de tener una rentabilidad del activo de -6,5% en septiembre de 2002 a 6,8% en igual mes de 2003 (Gráfico 10). Dentro de este grupo se destacan las altas utilidades alcanzadas hasta el tercer trimestre del año por la rama de comunicaciones (compuesta por las empresas prestadoras del servicio de telefonía celular) y las



sociedades inversoras. De forma opuesta, las empresas productoras de bienes transables han desmejorado su rentabilidad en el último año, después de haber mantenido niveles favorables y estables desde diciembre de 2000. Sin embargo, en septiembre de 2003 este grupo de empresas mantuvo niveles de rentabilidad altos (3,7%).

Las mejoras en rentabilidad ocurridas en el último año para el promedio de firmas se deben principalmente a la reducción en los gastos financieros, y a la mayor eficiencia en los gastos administrativos y de ventas, ambas originadas por las empresas productoras de bienes no transables. Mientras en septiembre de 2002 los gastos financieros para el total de la muestra representaron el 27% de las ventas, en igual mes de 2003 esta participación se redujo a 14% (equivalente a una reducción de \$2,8 b, Cuadro 3).

⁴ Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras.

⁵ Para cuantificar la rentabilidad de las empresas se calculó el indicador retorno sobre activos y se analizó la composición del estado de pérdidas y ganancias (P y G). El retorno sobre activos se definió como la relación entre utilidad antes de impuestos y activo, y muestra la eficiencia con que una firma genera utilidades dado un nivel de recursos (tanto los provistos por los dueños, incluido en el patrimonio, como los provistos por los acreedores incluidos en el pasivo). Se entiende como utilidad antes de impuestos la utilidad operacional más los ingresos no operacionales menos los egresos no operacionales, por lo que no incluye impuestos ni ajustes por infla-

ción. En cuanto al P y G, se construyeron los márgenes de ganancia como la relación entre utilidad (partiendo de la utilidad bruta, pasando por la operacional y terminando con la utilidad antes de impuestos) y las ventas. De esta forma, se intenta medir qué proporción de los ingresos por ventas se conserva una vez se tienen en cuenta los diferentes ingresos y egresos reportados, es decir, se identifican los determinantes de la mayor o menor utilidad final del ejercicio y su evolución. Todas las cifras contenidas en el P y G fueron anualizadas de la siguiente forma:

$$x_{\text{mes } i \text{ anualizado}} = x_i + x_{\text{dic. anterior}} - x_{i-12}$$

⁶ Desde 1995 y hasta 2002 los niveles de la rentabilidad del activo en el mes de diciembre han sido de 3,7%, 2,4%, 2,2%, 0,0%, -2,5%, 0,5%, 0,0% y 2,5%, respectivamente.

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS POR SECTORES (*)

	Billones de pesos			% de ventas		
	Sep-02	Dic-02	Sep-03	Sep-02	Dic-02	Sep-03
	Total					
A. Utilidad bruta (1 - 2)	7,7	8,5	9,3	32,7	34,7	34,7
1. Ventas	23,5	24,5	26,9	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	15,8	16,0	17,5	67,3	65,3	65,3
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,4	2,5	2,9	5,9	10,3	10,7
3. Gastos administración	2,9	2,7	2,9	12,4	11,1	10,9
4. Gastos ventas	3,4	3,3	3,5	14,4	13,3	13,2
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	0,0	1,4	3,2	(0,1)	5,6	11,7
5. Ingresos no operacionales	5,0	4,8	4,1	21,1	19,7	15,3
Financieros	3,9	3,5	2,2	16,6	14,3	8,0
6. Egresos no operacionales	6,4	6,0	3,8	27,2	24,4	14,3
Financieros	5,5	4,9	2,6	23,4	19,8	9,7
D. Utilidad final						
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(0,2)	1,2	3,2	(0,8)	4,8	12,0
	No transables					
A. Utilidad bruta (1 - 2)	4,0	4,4	4,8	31,7	34,2	36,0
1. Ventas	12,6	12,8	13,4	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	8,6	8,4	8,6	68,3	65,8	64,0
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	(0,1)	0,7	1,1	(0,4)	5,7	8,1
3. Gastos administración	2,0	1,8	1,8	16,1	13,9	13,3
4. Gastos ventas	2,0	1,9	1,9	16,1	14,6	14,5
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	(1,5)	(0,1)	2,0	(12,0)	(1,1)	15,3
5. Ingresos no operacionales	3,4	3,1	2,9	26,9	24,4	21,7
Financieros	3,0	2,5	1,8	24,0	19,4	13,5
6. Egresos no operacionales	4,9	4,0	2,0	38,5	31,2	14,6
Financieros	4,4	3,5	1,6	34,5	27,8	12,2
D. Utilidad final						
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(1,4)	0,0	2,3	(10,8)	0,1	16,8
	Transables					
A. Utilidad bruta (1 - 2)	3,7	4,1	4,5	33,9	35,3	33,5
1. Ventas	10,9	11,7	13,5	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	7,2	7,6	9,0	66,1	64,7	66,5
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,5	1,8	1,8	13,4	15,4	13,2
3. Gastos administración	0,9	0,9	1,1	8,2	8,0	8,4
4. Gastos ventas	1,3	1,4	1,6	12,4	11,9	11,8
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,5	1,5	1,1	13,7	12,9	8,2
5. Ingresos no operacionales	1,6	1,7	1,2	14,3	14,5	9,0
Financieros	0,9	1,0	0,3	8,0	8,7	2,5
6. Egresos no operacionales	1,5	2,0	1,9	14,0	17,0	14,0
Financieros	1,1	1,3	1,0	10,5	11,1	7,3
D. Utilidad final						
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,2	1,2	1,0	10,8	10,0	7,3

(*) Las cifras del estado de P y G fueron anualizadas de la siguiente forma: $X_{mes\ i\ anualizado} = X_i + X_{dic.\ anterior} - X_{i-12}$
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

De igual forma, el menor gasto administrativo y de ventas para el total de la muestra permitió aumentar levemente la rentabilidad operacional, medida como la participación de la utilidad operacional en las ventas. Estas fueron las dos razones que más contribuyeron a mejorar la rentabilidad, medida como la participación de la utilidad antes de impuestos en el nivel de ventas, que era de 0% en septiembre de 2002, y pasó a 12% en igual mes de 2003.

A pesar de la mejor evolución en la rentabilidad del activo en las empresas productoras de bienes no transables, el crecimiento real de sus ventas en el último año (-1%) no ha sido tan dinámico como el de las firmas productoras de bienes transables (17%). En el caso de las no transables, el comportamiento en ventas de la muestra no es consistente con el gran dinamismo presentado por la demanda interna ni el PIB de no transables en el último año (Gráfico 11, panel superior)⁷. Hay que tener en cuenta que las ventas de empresas productoras de bienes no transables de la Superintendencia de Valores, representan un porcentaje bajo del total de ventas de empresas no transables⁸. En el caso de las empresas productoras de bienes transables, el dinamismo en ventas es consistente con los mejores crecimientos exhibidos por las exportaciones, que en septiembre de 2003 presentaron un alto crecimiento anual⁹.

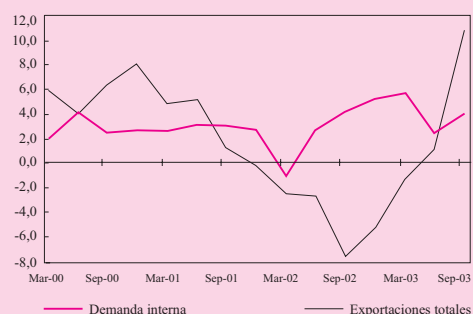
Cuando se estandariza el nivel de ventas por el nivel de obligaciones financieras, se observa mejor la evolución en rentabilidad de ambos grupos de empresas. Mientras las productoras de bienes no transables se caracterizaron por disminuir su nivel de endeudamiento

en el último año, las transables lo aumentaron (como se detalla más adelante en los indicadores de endeudamiento). Por tanto, aun cuando las empresas productoras de bienes transables incrementaron su nivel de ventas en forma importante, la eficiencia de estas ventas por unidad financiada apalancada es mayor en las no transables en lo que va corrido del año 2003 (Gráfico 11, panel inferior).

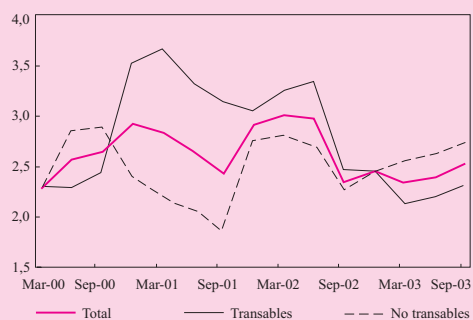
Al tercer trimestre de 2003 subsisten dos diferencias en la eficiencia de ambos sectores. La primera diferencia es que las empresas productoras de bienes no transables son menos eficientes administrativamente en promedio, lo que se observa en el menor margen

GRÁFICO 11
DEMANDA INTERNA Y EXPORTACIONES E
INDICADOR VENTAS / OBLIGACIONES FINANCIERAS
(PORCENTAJE)

CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA Y LAS EXPORTACIONES



VENTAS / OBLIGACIONES FINANCIERAS



Fuente: Superintendencia de Valores y DANE, cálculos del Banco de la República.

⁷ Esto sucede ya que casi la mitad de las ventas de la muestra de empresas productoras de bienes no transables pertenece a la rama de artículos varios de consumo popular, donde se encuentran tres almacenes de cadena con pobre dinamismo en ventas entre septiembre de 2002 y septiembre de 2003. Al no tener en cuenta este grupo de empresas, las ventas de las empresas productoras de bienes no transables en el último año crecieron 16% en términos reales.

⁸ El 18% en diciembre de 2002 para 9.094 empresas reportaron sus balances a la Superintendencia de Sociedades y a la de Valores.

⁹ Este alto incremento (11%) está relacionado con las grandes exportaciones de carbón y petróleo realizadas en el año 2003.

operacional de este grupo (Gráfico 12 panel inferior) y en el mayor nivel de gastos administrativos y de ventas como proporción de las ventas (28% de las no transables *versus* 20% de las transables, Cuadro 3). La segunda diferencia entre sectores radica en el impacto neto de los pagos financieros, que es positivo para las empresas productoras de bienes no transables (consistente con el menor uso de apalancamiento financiero) y negativo para las transables. Como ya se anotó, ha sido este factor el que ha determinado la mayor diferencia entre sectores, aumentando la rentabilidad en las empresas productoras de bienes no transables y disminuyéndola en las transables (que por primera vez desde septiembre de

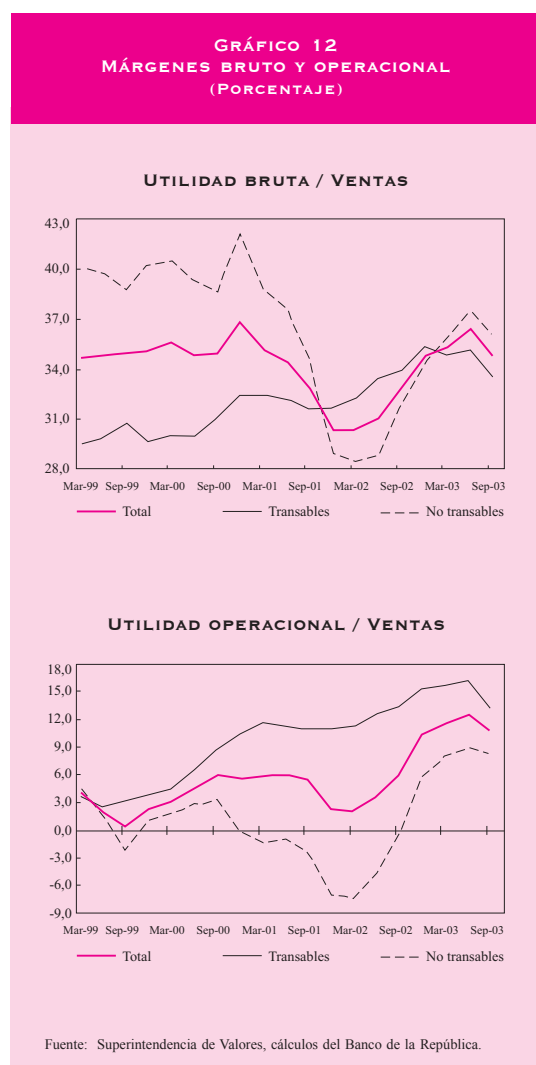
1998 muestran menores niveles de rentabilidad del activo que las no transables).

b. Indicadores de liquidez¹⁰

Las condiciones de liquidez no se han modificado en el último año. Mientras la liquidez inmediata del disponible no muestra una gran variación en sus niveles ni diferencias relevantes entre sectores¹¹, la relación corriente presenta desde marzo de 2002 un mayor nivel de liquidez para las empresas productoras de bienes transables (Gráfico 13). Esta diferencia entre sectores, se debe a la reducción en la duración del activo en el balance de las empresas productoras de bienes transables (por una mayor importancia en el rubro deudores de corto plazo), y a la mayor financiación de largo plazo que presenta el pasivo de este grupo. Por tanto, a septiembre de 2003 no han cambiado las condiciones de liquidez de las empresas en el último semestre, en tanto que la liquidez inmediata se mantiene en niveles usuales en ambos sectores, la menos inmediata sigue presentando a las empresas productoras de bienes transables como las más líquidas.

c. Indicadores de endeudamiento¹²

En el último año el endeudamiento de las empresas¹³ se ha reducido para el promedio de las firmas, pasando de 20% en septiembre de 2002 a 18% en igual mes de 2003. Este comportamiento no ha sido homogéneo entre sectores. Las empresas productoras



¹⁰ El riesgo de iliquidez en las empresas puede afrontarse temporalmente, manteniendo un mayor volumen de activos fácilmente realizables como proporción de las obligaciones de corto plazo o de los recursos disponibles. Este amortiguador, reflejo de la liquidez de las empresas se midió a partir de la relación disponible / activo y de la relación corriente (activo corriente / pasivo corriente). El primero refleja de mejor manera el grado de liquidez inmediata de una empresa, mientras que el segundo compara una liquidez no tan inmediata (que incluye cambios en eficiencia derivados del manejo de inventario, inversiones temporales y deudores de corto plazo) con el pasivo de corto plazo.

¹¹ La observación atípica observada en junio de 2002 corresponde enteramente a un exceso de efectivo en una empresa del sector de bebidas.

¹² Como medida del grado de apalancamiento se utilizó el cociente de endeudamiento a partir de la relación obli-

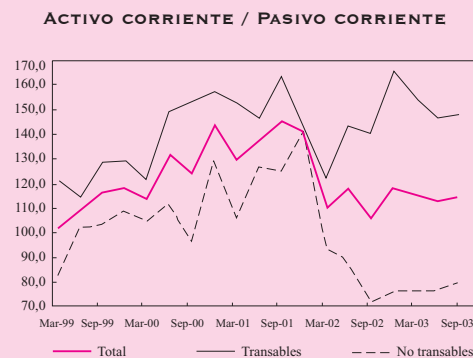
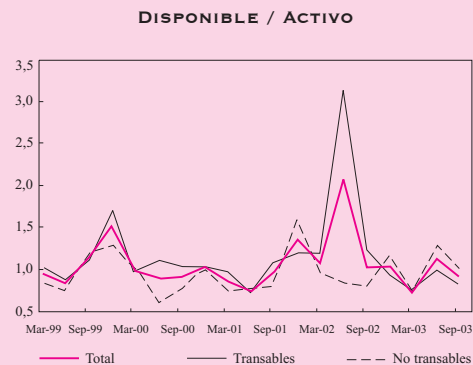
de bienes no transables han reducido el nivel de sus obligaciones financieras en \$700 miles de millones (mm), al pasar de \$5,6 b a \$4,9 b entre septiembre de 2002 y 2003. Esta importante reducción en el nivel de deuda financiera, se ha dado en un entorno de altos crecimientos en el tamaño del activo del sector (20% real en el último año), en donde ha primado la reducción del financiamiento con recursos externos a la firma y la mayor capitalización patrimonial (mientras que el patrimonio en el último año creció 35% real, el pasivo decreció en 2% real). De forma opuesta, en el mismo período de tiempo las empresas productoras de bienes transables han incrementado sus obligaciones financieras en \$1,16 b, de \$4,6 b a \$5,8 b, respectivamente. A pesar de la mayor cantidad de recursos externos a la firma, este grupo de empresas ha presentado un menor crecimiento de su balance, dado el bajo crecimiento real de los activos y el patrimonio en el último año (9% en ambos casos). Las diferencias ya descritas entre sectores han permitido a las empresas productoras de bienes no transables tener un indicador de endeudamiento menor que el de las transables, contrario a lo ocurrido en los últimos años (Gráfico 14).

Las obligaciones financieras aumentaron levemente su nivel gracias al mayor endeudamiento denominado en moneda extranjera en el último año. El endeudamiento denominado en pesos redujo su nivel de \$4,72 b en septiembre de 2002 a \$4,62 b en igual mes de 2003. El Cuadro 4 permite determinar cómo el mayor endeudamiento de las empresas productoras

gaciones financieras a activo. Este indicador no captura el efecto de los flujos de caja necesarios para cumplir con el pago de intereses y que puede dar origen a presiones financieras por el mayor riesgo percibido de no pago de la deuda. Para capturar estos efectos se calculó la carga de intereses como la relación entre egresos financieros, y la suma de ingresos operacionales y financieros. Resulta importante analizar ambos indicadores al tiempo para determinar si las presiones financieras que afronta una empresa tienen su origen en altas tasas de interés o baja rentabilidad temporal, o por un alto acervo de deuda (caso en el cual será más difícil acceder al sistema financiero para refinanciar el monto adeudado).

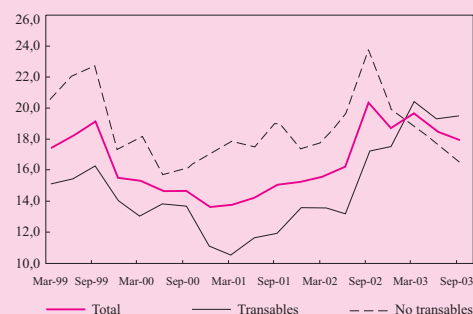
¹³ Medido como la relación de obligaciones financieras a activo. Al incluir el efecto de los proveedores en el numerador de la relación, la conclusión es la misma.

GRÁFICO 13
INDICADORES DE LIQUIDEZ
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 14
INDICADOR DE ENDEUDAMIENTO
OBLIGACIONES FINANCIERAS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 4
OBLIGACIONES FINANCIERAS, NIVEL Y PARTICIPACIÓN,
SEGÚN SECTOR Y ORIGEN (*)

	Nivel (billones de pesos)				(% de participación)	
	Externas	Internas			Externas	Internas
		Total	Con entidades de crédito	Con otros		
Total						
Sep-02	5,54	4,72	3,77	0,95	54,0	46,0
Mar-03	6,15	4,66	3,82	0,84	57,0	43,0
Sep-03	6,10	4,62	3,81	0,82	57,0	43,0
No transables						
Sep-02	3,35	2,28	1,73	0,54	60,0	40,0
Mar-03	3,10	2,14	1,66	0,48	59,0	41,0
Sep-03	2,83	2,10	1,64	0,46	57,0	43,0
Transables						
Sep-02	2,19	2,45	2,04	0,41	47,0	53,0
Mar-03	3,05	2,52	2,16	0,36	55,0	45,0
Sep-03	3,28	2,52	2,16	0,36	57,0	43,0

(*) Las obligaciones financieras externas corresponden a las emitidas por bancos del exterior y entidades financieras del exterior. Las obligaciones financieras internas o en pesos corresponden a las emitidas por el sistema financiero colombiano (bancos, BECH, CF y CFC). Los compromisos de recompra de inversión y de cartera negociada, las obligaciones gubernamentales, y otras.
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

de bienes transables se ha concentrado en obligaciones financieras externas¹⁴. Por su lado, las firmas productoras de bienes no transables redujeron tanto el nivel de las obligaciones denominadas en pesos como en moneda extranjera, manteniendo una proporción cada vez menor de estas últimas, y, por tanto, disminuyendo su exposición a variaciones en el tipo de cambio.

Las entidades de crédito locales han incrementado levemente su nivel de crédito otorgado a las empresas de la muestra. El nivel de la exposición de las entidades domésticas creció en 1% pasando de \$3,77 b a \$3,81 b entre septiembre de 2002 e igual mes de 2003, siendo los bancos nacionales los principales acreedores con \$2,77 b. Este bajo crecimiento se debe a que la muestra no es homogénea. El crecimiento en la exposición del sistema financiero calculado a partir de una muestra homogénea de 116 empresas entre septiembre de 2002 y 2003 fue de 6% (de \$3,47 b a \$3,69 b), variación que sigue siendo menor que la observada para la cartera comercial total (9%). Las obligaciones financieras con

corporaciones financieras, CFC y BECH fueron las de menor dinamismo en el último año y las de menor nivel en septiembre de 2003, con \$627 mm, \$402 mm y \$12 mm, respectivamente. La menor importancia del crédito con las entidades de crédito en el último año, se observó principalmente en las ramas de alimentos, sociedades inversoras y artículos de consumo popular. Por otro lado, las ramas con mayor dinamismo fueron químicos, otros servicios, y papel y pulpa (Cuadro 5).

Después de la gran devaluación ocurrida en el tercer trimestre de 2002, la presión financiera de las empresas de la muestra vuelve a mostrar niveles aceptables¹⁵. El panel izquierdo del Gráfico 15, muestra cómo el

¹⁴ En el último año, éstas se incrementaron en \$1,08 b debido principalmente al comportamiento de la rama de bebidas, y pasaron de representar el 47% de las obligaciones financieras a representar el 57%.

¹⁵ La presión financiera fue medida a través del indicador de carga de intereses (egresos financieros / (ventas + ingresos financieros)). La gran caída en este indicador en el último trimestre se debe a la forma en la cual se actualizaron las cifras del P y G, específicamente los egresos financieros.

nivel de presión financiera en ambos sectores se redujo a niveles muy parecidos a los observados en junio de 2002 (6% para las empresas productoras de bienes transables y 10% para las de no transables). Tal como se anotó en el Reporte pasado, el incremento en la presión financiera debido a la alta devaluación en septiembre de 2002 se concentró en la rama de comunicaciones. Al aislar el efecto de comunicaciones del indicador (Gráfico 15, panel derecho), la presión financiera para el resto de empresas también muestra

una mejora marginal y una tendencia decreciente en el último año. Por tanto, las empresas de la muestra han podido reducir su nivel de presión financiera en el último año a niveles observados antes del choque en el tipo de cambio. Este ajuste se ha dado tanto en los precios (dados los bajos niveles de tasas de interés y devaluación) como en las cantidades.

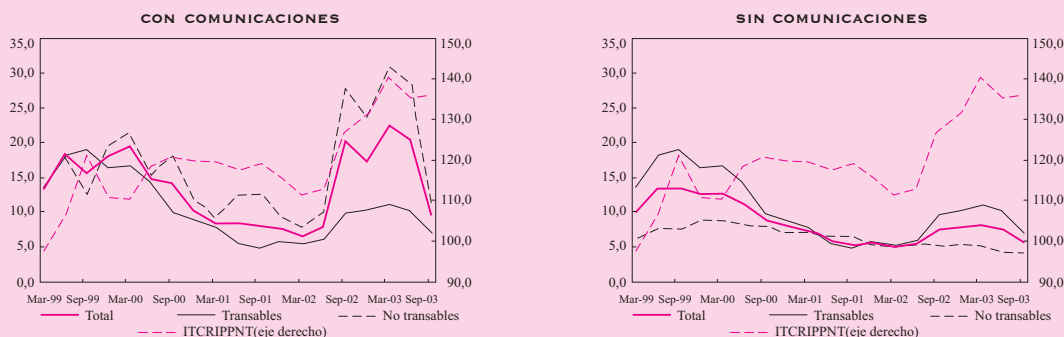
Como lo registran los indicadores de endeudamiento para el total de la muestra, en el último año las

CUADRO 5
EVOLUCIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS CON EL SISTEMA FINANCIERO DOMÉSTICO
POR TIPO DE EMISOR EN EL ÚLTIMO AÑO, PRINCIPALES RAMAS DE ACTIVIDAD
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Bancos comerciales		Corporaciones financieras		CFC		BECH		Total sistema financiero	
	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03
	Alimentos	324	211	115	81	13	3	0	0	452
Bebidas	427	481	25	57	0	0	67	0	519	538
Textiles y confecciones	123	117	47	39	10	8	0	0	180	165
Papel y pulpa	82	130	34	35	0	3	0	3	116	170
Químicos	193	319	42	41	4	1	0	0	240	361
Cemento	157	150	50	61	4	11	0	8	211	231
Art. consumo popular	489	453	15	10	0	0	0	0	504	463
Comunicaciones	118	97	76	90	5	3	0	0	199	191
Sociedades inversoras	227	182	71	38	344	348	16	0	657	568
Otros servicios	121	182	22	31	0	0	0	0	143	214
Resto de ramas	394	442	138	142	17	25	1	1	550	611
Total general	2.654	2.766	636	627	398	402	84	12	3.771	3.806

Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 15
INDICADOR DE PRESIÓN FINANCIERA
EGRESOS FINANCIEROS / (VENTAS + INGRESOS FINANCIEROS)
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

empresas han reducido su nivel de apalancamiento y su grado de presión financiera. Tan solo la rama de bebidas ha incrementado el nivel de sus obligaciones financieras, específicamente las denominadas en

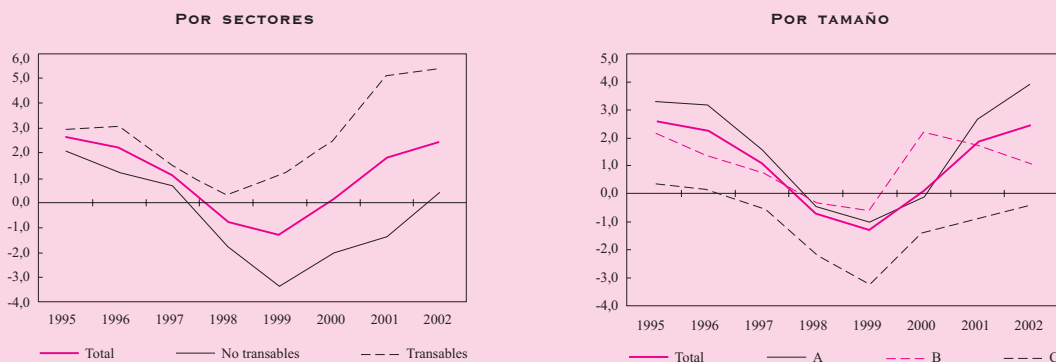
moneda extranjera. El riesgo de las entidades de crédito domésticas con el grupo de empresas examinado no se ha incrementado significativamente, y en términos reales ha disminuido.

RECUADRO 1
BALANCE DE LAS EMPRESAS PRIVADAS EN EL AÑO 2002

Con el fin de complementar el análisis periódico que se hace en este reporte a las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores, en este recuadro se hace un breve recuento sobre el desempeño de una amplia muestra de empresas en el que se incluyen los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades. Después de un proceso de depuración de los datos, en promedio entre 1995 y 2002, se contó con los balances de 8.408 empresas¹. Se las clasificó por ramas como productoras de bienes transables y no transables, y por tamaño².

Los indicadores de rentabilidad mostraron una recuperación de las empresas privadas durante el año 2002 después de la crisis vivida en 1999. La rentabilidad del activo que había sido negativa en los años de 1998 a 1999 (-0,7% y -1,3%) y casi nula en el año 2000 (0,1%), presenta en 2002 (2,4%) un nivel levemente superior al registrado en 1996 antes de la crisis (2,3%). Esta dinámica hacia mayores niveles de utilidad se ha dado tanto en las empresas productoras de bienes transables como en las no transables, quienes a pesar de mantener una menor rentabilidad, para el año 2002 ya presentan utilidades en sus balances (Gráfico 1 R1, panel izquierdo). Al discriminar por tamaño, las empresas más rentables son las que registraron mayor nivel de ventas, quienes al igual que las empresas de tamaño pequeño, vienen recuperando su rentabilidad. En forma opuesta, las de tamaño medio han desmejorado la rentabilidad del activo entre 2001 y 2002, después de haber mantenido los niveles más altos en este indicador durante los años 1999 y 2000 (Gráfico 1 R1, panel derecho).

GRÁFICO 1 R1
RENTABILIDAD DE ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República

¹ Se excluyeron empresas con problemas contables en sus balances y empresas con ventas nulas.

² Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras. Dependiendo del tamaño de las ventas, las empresas se clasificaron en tres categorías, siendo A 10% de las empresas con mayores ventas y C el 60% de ellas con menores ventas.

El origen de esta mayor rentabilidad para el total de la muestra se halla en la mayor eficiencia en el proceso productivo³. Durante el año 2002 las empresas presentaron un crecimiento en las ventas mayor que el de los costos, lo que permitió incrementar el margen bruto de 28% a 30%. Mientras los gastos administrativos y de ventas han mantenido su participación constante en las ventas, los ingresos y egresos no operacionales de las empresas afectaron nuevamente en forma negativa el nivel de la utilidad. A pesar de las bajas tasas de interés que se observaron durante el año 2002, los ingresos y egresos financieros de las empresas crecieron a causa de la gran devaluación ocurrida en el segundo semestre.

Al discriminar por sector, se observó el crecimiento en las ventas tanto en las empresas productoras de bienes no transables como en las de transables, propiciadas por el restablecimiento de la demanda interna en el primer caso y por el valor en pesos de las ventas de bienes transables después de la devaluación en el segundo. A pesar de haber generado la mayor eficiencia en el proceso productivo y administrativo, las empresas productoras de bienes no transables fueron las que más se vieron afectadas por el choque al tipo de cambio. Esto se debe a que sus ventas no responden positivamente a devaluaciones como en el caso de los bienes transables, mientras que sí afecta negativamente a las de no transables que están endeudadas en moneda extranjera (efecto de hojas de balance). Por tanto, la mayor sensibilidad de la utilidad ante los choques en el tipo de cambio redujo la recuperación rentable de las no transables durante el año 2002 (cuadros 1 R1 y 2 R1).

La mayor generación de ingresos que se observa desde el año 2000 ha permitido a las empresas reducir el riesgo de liquidez, al mantener una mayor proporción de disponible en su activo. Al analizar un indicador de liquidez no tan inmediata como la relación corriente, se observa cómo éste se ha mantenido estable en el último par de años. Los componentes más dinámicos del activo corriente durante 2002 fueron deudores e inventarios, reflejo del mayor nivel en las ventas ya anotado (Gráfico 2 R1).

CUADRO 1 R1
COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	1995					1997					1999					2001					2002									
	Billones de pesos										Participación sobre ventas																			
A. Utilidad bruta (1 - 2)	16,9	25,3	29,9	36,9	44,3	28,1	29,1	30,3	27,8	29,7	60,1	86,8	98,7	132,8	149,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,2	61,5	68,8	95,8	105,0	71,9	70,9	69,7	72,2	70,3
1. Ventas	60,1	86,8	98,7	132,8	149,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	60,1	86,8	98,7	132,8	149,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,2	61,5	68,8	95,8	105,0	71,9	70,9	69,7	72,2	70,3
2. Costo de ventas	43,2	61,5	68,8	95,8	105,0	71,9	70,9	69,7	72,2	70,3																				
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	3,1	4,6	3,9	6,7	10,3	5,2	5,3	4,0	5,0	6,9	7,5	11,1	13,6	14,9	17,4	12,6	12,8	13,8	11,2	11,7	6,3	9,6	12,4	15,3	16,6	10,4	11,0	12,6	11,6	11,1
3. Gastos administrativos	7,5	11,1	13,6	14,9	17,4	12,6	12,8	13,8	11,2	11,7																				
4. Gastos ventas	6,3	9,6	12,4	15,3	16,6	10,4	11,0	12,6	11,6	11,1																				
C. Utilidad antes de impuestos (B+5-6)	2,4	1,6	(2,4)	3,7	6,0	3,9	1,9	(2,4)	2,8	4,0	4,5	7,2	10,7	8,2	16,7	7,5	8,3	10,9	6,2	11,2	5,2	10,2	17,0	11,2	21,0	8,7	11,7	17,2	8,4	14,0
5. Ingresos no operacionales	4,5	7,2	10,7	8,2	16,7	7,5	8,3	10,9	6,2	11,2																				
6. Egresos no operacionales	5,2	10,2	17,0	11,2	21,0	8,7	11,7	17,2	8,4	14,0																				
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	2,5	2,5	(2,7)	1,6	3,3	4,2	2,9	(2,7)	1,2	2,2																				

Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

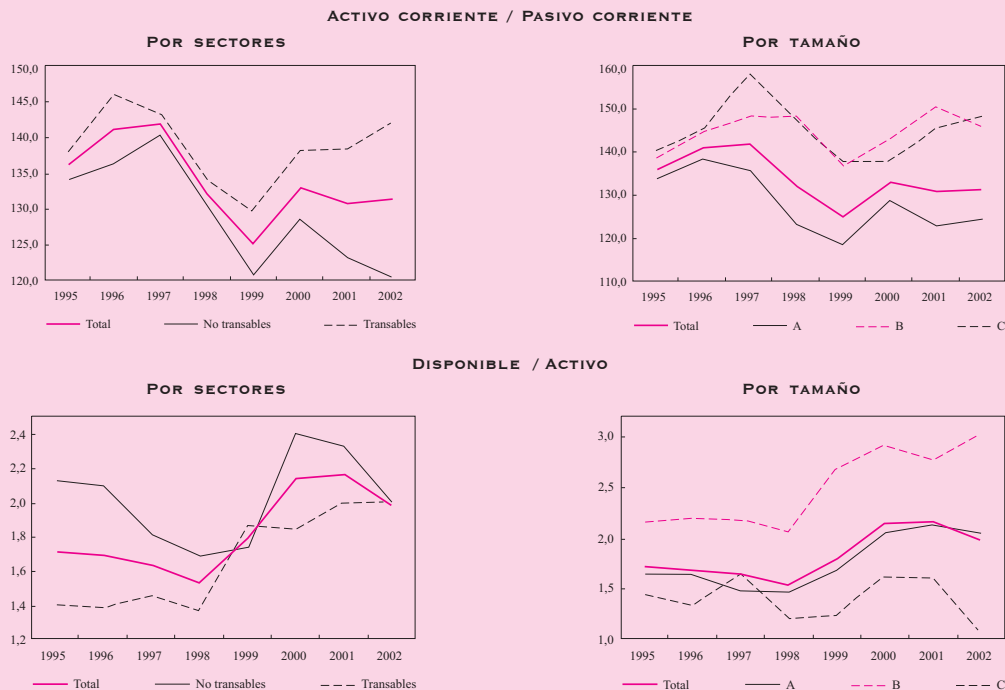
³ Al analizar la composición del estado de pérdidas y ganancias (P y G) es posible tener una aproximación sobre la eficiencia con la cual las empresas llevan a cabo su proceso productivo (por medio de la utilidad bruta), la eficiencia administrativa y de ventas (por medio de la utilidad operacional) y la eficiencia general del negocio antes de impuestos (por medio de la utilidad antes de impuestos).

CUADRO 2 R1
COMPOSICIÓN DEL BALANCE, 2001-2002
(BILLONES DE PESOS)

Activo			Pasivo		
	2001	2002		2001	2002
Corto plazo			Corto plazo		
Activo corriente	63,7	72,3	Pasivo corriente	48,7	55,0
Disponible	4,3	4,9	Obligaciones financieras	15,3	17,6
Inversiones	7,6	7,2	Proveedores	13,2	15,1
Deudores	31,6	37,8	Cuentas por pagar	11,1	11,6
Inventario	18,8	20,9	Impuestos	2,6	3,5
Diferidos	1,3	1,5	Obligaciones laborales	1,3	1,4
			Otros pasivos	4,7	5,5
			Bonos y papeles comerciales	0,4	0,4
Largo plazo			Largo plazo		
Activo no corriente	135,6	173,9	Pasivo total	81,1	90,8
Inversiones	33,2	37,9	Obligaciones financieras	19,5	21,9
Deudores	5,3	5,6	Cuentas por pagar	4,0	4,0
Propiedad planta y equipo	39,6	42,3	Obligaciones laborales	0,2	0,2
Intangible	10,1	12,2	Otros pasivos	5,8	5,9
Diferidos	9,4	9,8	Bonos y papeles comerciales	2,9	3,8
Otros activos	0,5	0,5	Pasivo no corriente	32,5	35,8
Valorizaciones	37,6	65,8			
Activo total	199,2	246,2	Patrimonio	118,1	155,4

Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

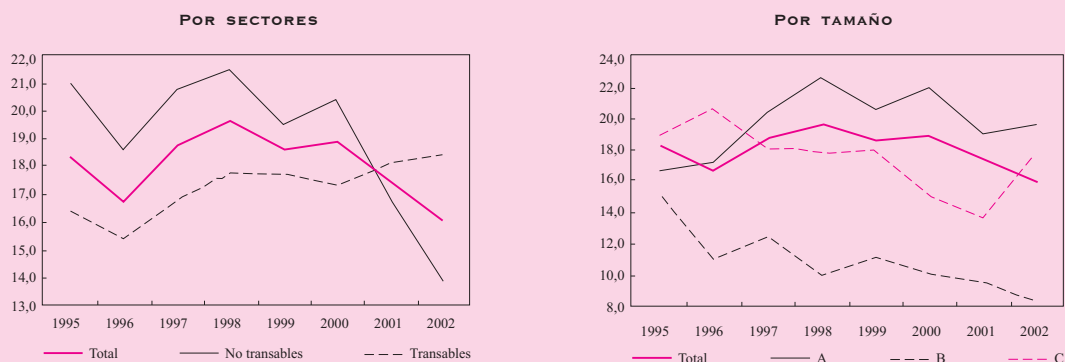
GRÁFICO 2 R1
INDICADORES DE LIQUIDEZ
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

El endeudamiento, medido como la relación entre obligaciones financieras y activo de las empresas privadas, se redujo durante el año 2002 a un nivel de 16%. El menor apalancamiento no se observó solamente en el bajo crecimiento de las obligaciones financieras de las empresas en año 2002 (14%), sino en todo el pasivo que creció 12%, inferior al crecimiento de los activos (24%) y por tanto del patrimonio (32%). Sin embargo, la capitalización patrimonial de 2002 fue realizada por el grupo de empresas productoras de bienes no transables, quienes desde el año 2001 vienen presentando menores niveles de apalancamiento financiero que las de transables y mayores crecimientos en su balance. Mientras las de no transables incrementaron su activo en 34% en el año 2002, las de transables solo lo hicieron en un 10%⁴. El alto crecimiento de los balances de las empresas como proporción del PIB, fue síntoma de la expansión que el sector real tuvo en el año 2002 (Gráfico 3 R1).

GRÁFICO 3 R1
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO
OBLIGACIONES FINANCIERAS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República

Por tamaño, las empresas de mayores ventas son las más endeudadas y presentaron incrementos en el indicador. Se destaca el alto crecimiento en obligaciones financieras registrado por el grupo de empresas de tamaño B, que al igual que las de tamaño A se habían caracterizado durante el año 2001 por una reducción en su apalancamiento financiero. Las empresas más pequeñas, por su parte, vienen reduciendo su endeudamiento desde 1995, debido, en el último año, al menor nivel en sus obligaciones financieras.

Durante el año 2002 las obligaciones financieras mantuvieron una composición similar a la presentada en 2001, con un incremento en las denominadas en moneda extranjera y una disminución en las obligaciones emitidas por las entidades de crédito. El alto crecimiento de las obligaciones contraídas con entidades del exterior de 26%, se ve atenuado al excluir el efecto de la devaluación, si se tiene en cuenta que el crecimiento de estas obligaciones en dólares fue de solo 1%. Por otro lado, aproximadamente la mitad de las obligaciones financieras se contrae con entidades de crédito nacionales, las cuales crecieron 8% entre 2001 y 2002 (de \$17,4 b a \$18,8 b). Este aumento es menor que el registrado por la cartera comercial en el mismo período de 12%, lo que puede deberse al mayor financiamiento de empresas no contenidas en la muestra. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales, seguidos de las corporaciones financieras (CF), las CFC y los BECH (Cuadro 3 R1).

⁴ Las empresas productoras de bienes transables incrementaron levemente su endeudamiento. Sin embargo, esta tendencia no es la misma al excluir de la muestra a una empresa del sector de bebidas que durante 2002 incrementó en forma importante sus obligaciones financieras y su apalancamiento por medio de bonos de largo plazo.

CUADRO 3 R1
COMPOSICIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS

	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2001-2002</u>
	Billones de pesos		Participación		Crecimiento
Entidades de crédito nacionales	17,44	18,82	50,2	47,7	7,9
Bancos comerciales	13,76	14,93	39,6	37,8	8,5
BECH	0,39	0,34	1,1	0,9	(11,0)
CF	2,59	2,51	7,5	6,3	(3,4)
CFC	0,70	1,04	2,0	2,6	48,2
Entidades del exterior	12,00	15,13	34,5	38,3	26,1
Otros (*)	5,33	5,54	15,3	14,0	4,0
Obligaciones financieras totales	34,77	39,49	100,0	100,0	13,6

(*) Incluye obligaciones gubernamentales, compromisos de recompra de cartera e inversiones negociadas y otras.
Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

En resumen, durante el año 2002 las empresas privadas mostraron mejores perspectivas en sus indicadores, y por tanto, se puede decir que ya han salido de la situación de crisis que vivieron durante el año 1999. En el despegue en ventas se basó la mayor eficiencia en el proceso productivo, a partir del cual se alcanzaron rentabilidades similares a la de 1996. Aun se observa una baja rentabilidad en las empresas productoras de bienes no transables debido a los choques al tipo de cambio observados en 2002, sin embargo, y en concordancia con los balances a septiembre de 2003 de las empresas que reportan a la Superintendencia de Valores, se espera que la recuperación de este grupo sea aún más fuerte que en 2002 dada la estabilidad en los precios observada durante el año 2003. Desde el período de crisis las empresas privadas han reducido el endeudamiento y aumentado el nivel de efectivo en sus balances, reduciendo el riesgo de liquidez que tanto las afectó en 1999. El año 2002 se caracterizó por la financiación interna de las empresas privadas, especialmente las productoras de bienes no transables (se observó una capitalización patrimonial de este grupo, que incrementó en forma importante el tamaño de su balance y recuperó el crecimiento en las ventas dada la reactivación en la demanda interna). Por tanto, los saldos de endeudamiento externo (tanto con el sistema financiero nacional, entidades del exterior, proveedores, y demás rubros del pasivo) no se incrementaron de forma importante y jugaron un papel secundario en la financiación de las empresas privadas para el total de la muestra y empresas productoras de bienes no transables⁵.

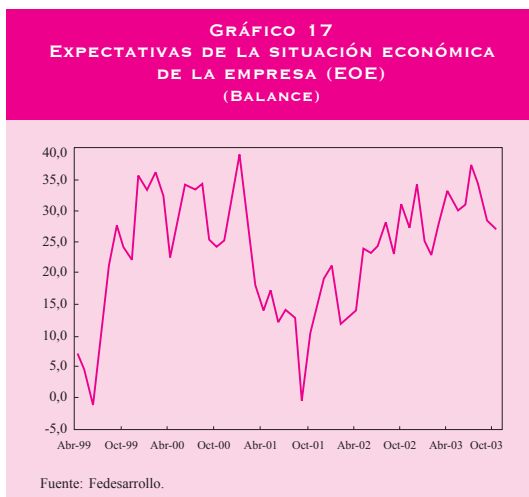
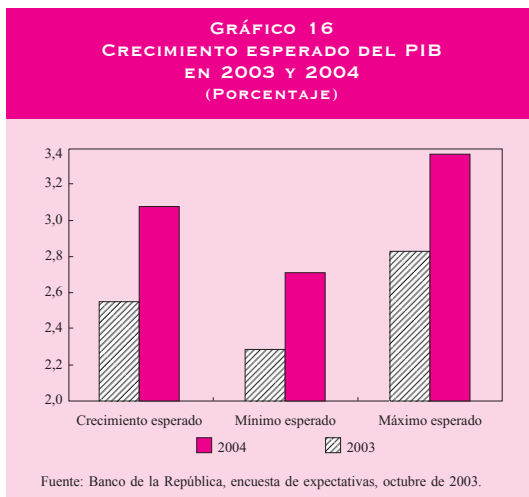
⁵ Las empresas productoras de bienes transables sí se financiaron en gran medida por medio de obligaciones financieras, sin embargo, y dado el bajo crecimiento de su balance, el crecimiento de este mayor endeudamiento fue bajo (12%).

3. Expectativas empresariales

A la hora de decidir cuándo, cuánto y en qué sector invertir, se tiene en consideración el comportamiento de diversas variables macroeconómicas que resultan relevantes, como el nivel de producción observado y el esperado, la disponibilidad de crédito en la economía, y la estabilidad y nivel de la tasa de interés y la tasa de cambio.

El buen comportamiento de la economía durante el tercer trimestre del año ha hecho que se revisen los pronósticos de crecimiento para 2004. En la encuesta de expectativas, realizada por el Banco de la República durante octubre de 2003, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio de la economía de 2,55% para el año 2003 y de 3,08% para el año 2004, como se observa en el Gráfico 16. Hace seis meses el crecimiento esperado por los encuestados para 2004 era de 2,7%.

Las expectativas del sector productivo de la economía han presentado una continua tendencia hacia la mejoría desde septiembre de 2001, con cortos episodios de reversión. Como se observa en el Gráfico 17, de acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo de octubre de 2003, las expectativas de situación económica de los empresarios alcanzaron su punto más alto en julio de 2003 y mantienen elevados niveles a pesar de haberse reducido en los dos últimos meses. Este positivo panorama de la industria es consistente con la mejor percepción de la actividad industrial, el mayor nivel de pedidos y menores existencias que la EOE reportó en octubre de 2003.



De acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de septiembre de 2003, debido al buen comportamiento reciente de la actividad manufacturera las perspectivas de inversión de los empresarios del sector están mejorando. En septiembre de 2003 más del 56% de los encuestados calificó su situación como buena y 36% pensó que ésta mejoraría en el inmediato futuro, mientras que en marzo de 2003 estos porcentajes eran de 50% y 38%, respectivamente. El favorable comportamiento de la industria también se observó en el crecimiento de la producción, las ventas, el mayor nivel de pedidos y de utilización de la capacidad instalada, lo que se refleja en mayores decisiones de inversión futuras. A septiembre de 2003, 72% de los encuestados piensa adelantar proyectos de inversión en el año 2004, orientados principalmente a la modernización tecnológica y a la reposición de equipos. Seis meses antes, en marzo de 2003, el 55% de los encuestados pensaba desarrollar proyectos de inversión. Según la ANDI, el principal obstáculo para realizar esta inversión es la financiación (22% de los encuestados que piensa llevar a cabo proyectos de inversión en 2004 reportaron problemas de financiamiento), especialmente en la consecución de recursos de largo plazo. Por último, en la encuesta de octubre de 2003, se destaca como aspecto desfavorable la perspectiva sobre la situación fiscal y el aumento de los impuestos que para el año 2004 tienen los empresarios.

Debido a la recuperación de las expectativas económicas de los empresarios, que han llevado a que buena parte de estos revisen sus planes de inversión, se espera que la demanda de recursos para financiar la inversión aumente durante los próximos meses, lo que llevaría a que la cartera del sistema financiero siga aumentando, como lo ha hecho últimamente.

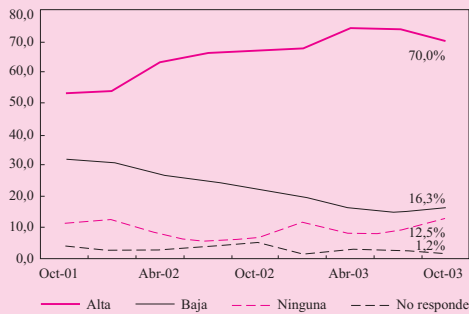
En cuanto a la disponibilidad de recursos, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República en octubre de 2003 muestran que la percepción general acerca de la disponibilidad de crédito y liquidez ha empezado a decrecer en los últimos

meses. Como se observa en el Gráfico 18, el porcentaje de encuestados que considera que los niveles actuales de disponibilidad de crédito y liquidez en la economía es alta, aumentó hasta julio de 2003. Sin embargo, a pesar de que la tendencia se revierte, sus niveles siguen siendo altos. El 81% de los encuestados por el Banco de la República espera que la liquidez en el próximo semestre sea igual o superior a la actual, mientras que para la disponibilidad de crédito el porcentaje es de 84%. Se espera que esta percepción de estabilidad en la oferta de recursos para financiar la actividad productiva dé a los empresarios una mayor confianza a la hora de planear sus inversiones futuras.

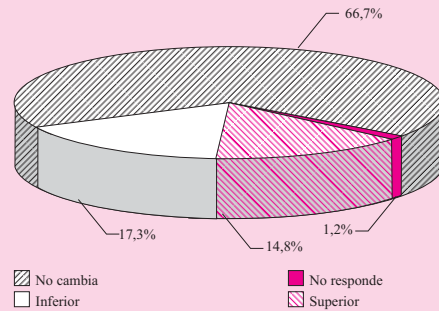
Adicionalmente, otro factor que ha dado confianza a los empresarios es la estabilidad en las tasas de interés y de cambio. A lo largo de 2003 la DTF ha presentado una gran estabilidad alrededor de niveles históricamente bajos, a pesar de las expectativas de mayores tasas que se han observado en las encuestas de expectativas del Banco de la República. El nivel observado desde octubre de 2002 hasta octubre de 2003 ha sido menor que el esperado por los encuestados (Gráfico 19). A octubre de 2003, los encuestados por el Banco de la República esperan que la DTF aumente levemente, manteniendo niveles cercanos al 8,1% en septiembre de 2004. De forma similar, el año 2003 se caracterizó por la estabilidad en la tasa de cambio, después del

GRÁFICO 18
PERCEPCIÓN Y EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ Y EL CRÉDITO
(PORCENTAJE)

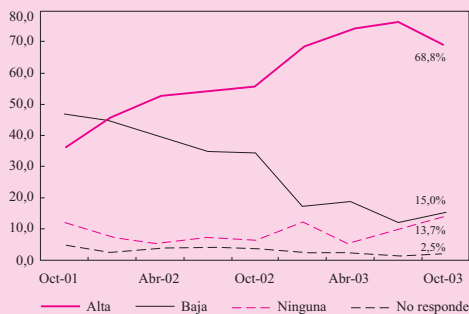
PERCEPCIÓN ACTUAL DE LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA



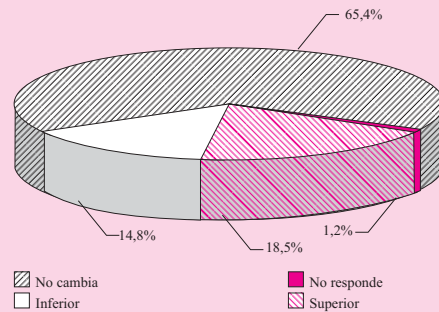
EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



PERCEPCIÓN ACTUAL DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO



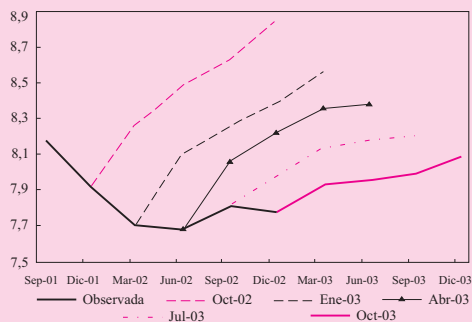
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



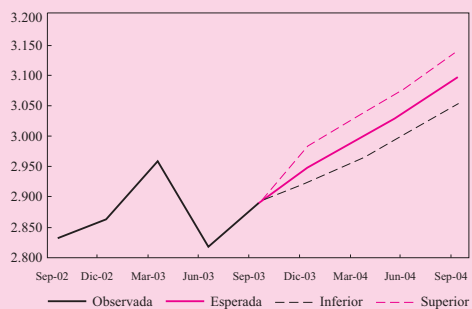
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2003.

GRÁFICO 19
TASAS DE INTERÉS Y DE CAMBIO,
OBSERVADA Y ESPERADA
(PORCENTAJE)

DTF, OBSERVADA Vs. ESPERADA



TASA DE CAMBIO NOMINAL,
OBSERVADA Y ESPERADA



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2003.

importante incremento en el nivel ocurrido en el segundo semestre de 2002. La devaluación nominal esperada entre septiembre de 2003 y 2004 es de 7,2%, el nivel inferior esperado 5,7% y el nivel superior esperado 8,7%.

4. Conclusiones

✘ Las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país en el año 2003. A septiembre de 2003, el indicador de exposición con respecto al activo mantuvo

niveles levemente superiores a los observados en 1997, sin embargo, la exposición con respecto al nivel de producción de la economía aún es bastante menor que la de 1997.

✘ El tipo de entidad más expuesto sigue siendo los bancos comerciales, pero entidades como los BECH y las CFC *leasing* se han caracterizado por un rápido crecimiento en su cartera comercial. Las entidades de crédito privadas han sido las que más han incrementado su exposición, mientras las públicas han reducido su crédito comercial al sector privado.

✘ Esta mayor exposición ha venido acompañada de mayor acceso al crédito por parte del sector privado, ya sea de deudores nuevos o deudores antiguos que antes estaban restringidos en monto.

✘ A septiembre de 2003, los principales deudores privados mostraron altos niveles en la calidad de la cartera y una tendencia positiva hacia mejores niveles.

✘ Dentro de los principales deudores privados, se destacan los agrupados en las ramas de industria manufacturera y comercio, ambas con buena evolución y nivel de calidad de la cartera. Solo la construcción sigue presentando niveles de calidad de cartera no tan favorables a pesar de su positivo desempeño reciente.

✘ Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores muestran un sector corporativo fortalecido después de la crisis vivida en 1999. La mayor capacidad de pago de estas empresas se refleja en el alto nivel de rentabilidad y el menor nivel de endeudamiento. Mientras el mayor nivel de utilidades es consistente con el comportamiento del sector corporativo privado descrito anteriormente, la dinámica del endeudamiento de la muestra es menor que la exhibida por la cartera comercial (aun cuando se utiliza una muestra homogénea de 116 empresas).

✘ Se destaca el positivo desempeño de las empresas productoras de bienes no transables por su rápido incremento en rentabilidad, fortalecimiento patrimonial y menor exposición a choques en el tipo de cambio y tasa de interés. Las empresas productoras de bienes transables mantienen niveles estables en rentabilidad y un importante crecimiento en las ventas en el último año consistente con la evolución de las exportaciones, al mismo tiempo que incrementaron su nivel de obligaciones en moneda extranjera. En ambos casos, se destaca el perfil de endeudamiento más sano que se viene adquiriendo. Durante el año 2004 la rentabilidad para el total de las empresas puede moderar su crecimiento, en la medida en que los empresarios vean afectados sus resultados ante las modificaciones en los impuestos de patrimonio y renta.

✘ Mientras se mantenga la evolución positiva y los altos niveles en la disposición a pedir prestado y a prestar, se puede esperar que el crédito comercial siga presentando crecimientos positivos como los que ha presentado a lo largo del año 2003. Conservar estos niveles, mayores a los mostrados en los últimos años, dependerá de que la calidad de los préstamos y la oferta de recursos de las entidades de crédito mantengan sus tendencias.

✘ Según las encuestas de expectativas, se esperan incrementos tanto en el producto como en la inversión a realizar por parte de los empresarios en el año 2004. Dada esta demanda de recursos, la positiva percepción de liquidez y crédito a seis meses, la estabilidad reciente de la tasa de cambio y los niveles históricamente bajos de tasas de interés, es bastante factible que la cartera comercial mantenga el ritmo de crecimiento que viene presentando, al menos en los próximos seis meses.

B. HOGARES

1. Montos y exposición general

La deuda de los hogares con el sistema financiero se aproxima con la suma de las carteras hipotecaria y de consumo, y los títulos hipotecarios en poder de las entidades financieras. En el Cuadro 6, se observa una pequeña expansión de la deuda en términos reales. Lo anterior se presenta en un escenario de crecimiento del 16% real de la cartera de consumo y la realización de dos nuevas titularizaciones, que contrarrestan la caída de la cartera hipotecaria (14% entre noviembre de 2002 e igual mes de 2003).

CUADRO 6
DESCOMPOSICIÓN DE LA DEUDA DE LOS HOGARES

Tipo	Noviembre de 2002		Noviembre de 2003		Crecimiento real %
	Billones de pesos (*)	Porcentaje	Billones de pesos (*)	Porcentaje	
Hipotecaria	11,4	55,6	9,8	47,3	(14,3)
Consumo	8,3	40,2	9,6	46,3	15,9
Tarjeta de crédito	1,9	9,1	2,1	10,1	11,7
Otro	6,4	31,1	7,5	36,2	17,2
Títulos hipotecarios	0,9	4,2	1,3	6,4	52,9
Total	20,6	100,0	20,7	100,0	0,7

(*) Billones de pesos de septiembre de 2003.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

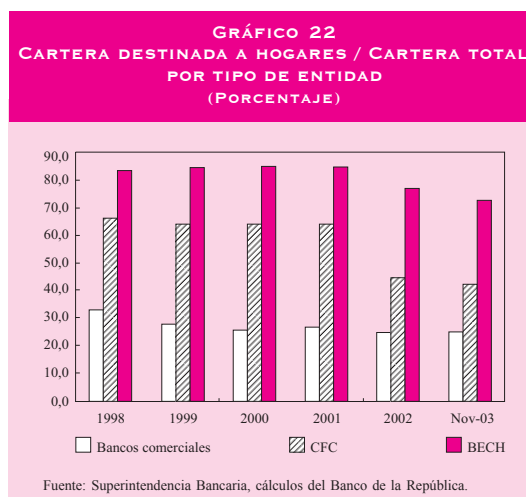
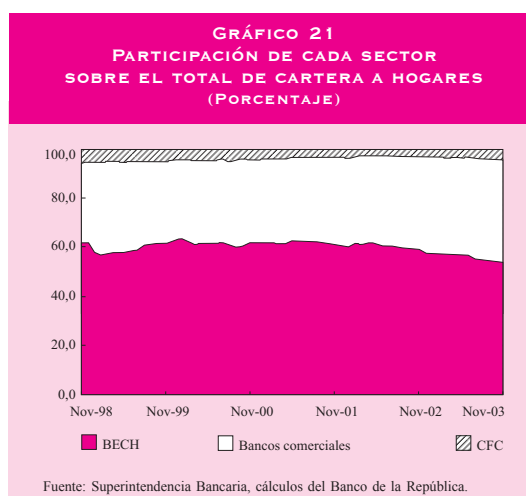
Se puede ver entonces una recomposición de la deuda de los hogares mostrando una participación más equilibrada de las carteras hipotecaria y de consumo, cada una con algo menos de la mitad del total. Los títulos hipotecarios pasan de representar el 4% del total de la deuda en noviembre de 2002 a 6% en igual mes de 2003.

La exposición del sector financiero, medida como la participación de la deuda de los hogares en el total de activos, se ha mantenido en el nivel más bajo de los últimos cinco años, alcanzando un mínimo en noviembre de 2003 cuando registró 21,7% (Gráfico 20).

2. Exposición por tipo de entidad

A lo largo de 2003 ha continuado la leve tendencia de recomposición de la cartera de los hogares por tipo de acreedor. Aun cuando la cartera con los BECH sigue representando la mayoría de la cartera de los hogares, su participación ha exhibido una marcada tendencia decreciente, acumulando una caída de cuatro puntos porcentuales en lo que va corrido del año, llegando a un mínimo de 53,1% en noviembre de 2003 (Gráfico 21). Los bancos comerciales, por su parte, han aumentado su participación en tres puntos durante el mismo período, alcanzando un nivel de 42,3%. La participación de los demás tipos de entidades es reducida (alrededor del 4,5% del total), y muestra una tendencia levemente ascendente. La mayor parte de este crecimiento está relacionada con el aumento de la participación del sector de cooperativas, que se duplicó en los primeros 11 meses de 2003 llegando a un nivel de 1,1% de la cartera de los hogares en el mes de noviembre.

Si se analiza la exposición de la cartera total de cada tipo de entidad (Gráfico 22), se encuentra que los BECH son el tipo más expuesto a la cartera de los hogares. Sin embargo, esta exposición continúa mostrando una clara tendencia decreciente desde mediados del año 2000. Su nivel cayó cuatro puntos



porcentuales entre enero y noviembre de 2003 alcanzando un nivel de 72,4% al final de este período¹⁶. Se reduce también en cuatro puntos la participación de la cartera de los hogares en la cartera total de las CFC y alcanza un nivel de 41,4%. Por otra parte, los bancos comerciales mantienen relativamente estable su exposición a lo largo del presente año, mostrando una participación de la cartera de los hogares de 25%.

3. Calidad de la deuda

Continúa el proceso de mejoramiento de la calidad de la cartera de los hogares que se viene presentando durante los dos últimos años. La participación de las carteras de tipo A y B alcanzó su nivel más alto desde diciembre de 1998, representando el 85% de la cartera total de los hogares. De la misma manera, la participación de las carteras de tipo D y E cayó a 12%, el mismo nivel registrado a finales de 1999 (Gráfico 23). Este proceso se presenta aún cuando en este período se realiza la titularización de una parte de la cartera hipotecaria de mejor calificación. A diferencia de lo presentado hasta finales

de 2002, en el último año, la mejoría en la calidad de cartera implicó no sólo un aumento en la participación de la cartera de tipo A sino también una reducción en la cartera de tipo E, que cae un punto porcentual entre enero y noviembre de 2003.

Sin embargo, es evidente que la calidad de la cartera no es uniforme entre los distintos tipos de intermediarios. En particular, la cartera de los BECH muestra un peor comportamiento que el de los demás sectores. Para este caso, la cartera de calidades A y B se ha mantenido alrededor de 77% del total de la cartera de los hogares con estas entidades, mientras que las calidades D y E suman aproximadamente el 20%. En contraste, para todos los demás tipos de intermediario, la cartera menos riesgosa (calidades A y B) representa más del 90% del total, y la suma de las carteras de calidades D y E no alcanza el 5%.

4. Capacidad de pago y perspectivas

El riesgo de la deuda de los hogares tiene que ver no sólo con sus niveles sino también con la capacidad de pago de los deudores. Para poder analizar este tópico es necesario observar indicadores sobre los ingresos y la riqueza de los hogares.

Una primera aproximación a los ingresos de los hogares proviene del análisis de la evolución del mercado laboral. A excepción del mes de abril, y marginalmente julio, la tasa de ocupación de todos los meses de 2003 ha sido superior a las de sus pares de 2002. Para el período comprendido entre agosto y noviembre de 2003, se han obtenido los máximos históricos desde que se recolecta la encuesta continua de hogares (año 2000). En estos meses, la tasa de empleo registró mediciones entre uno y dos puntos por encima de los mismos meses del año anterior, alcanzando un nivel de 56,2% en noviembre (Gráfico 24).

Para el desempleo se observa una tendencia similar, en tanto sus niveles para 2003 son menores que los de 2002, con excepción del mes de marzo.

¹⁶ Las cooperativas aumentaron 11% su exposición en los 11 primeros meses de 2003, alcanzando 85,2% en octubre. Sin embargo, su participación en el total de la cartera del sector financiero es muy pequeña.

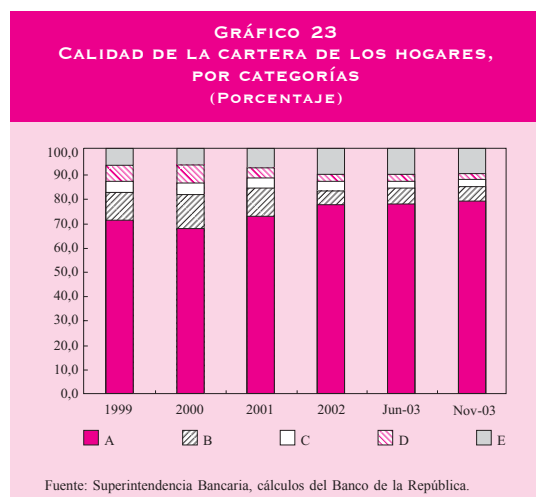
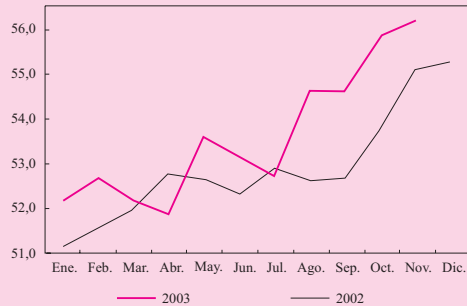
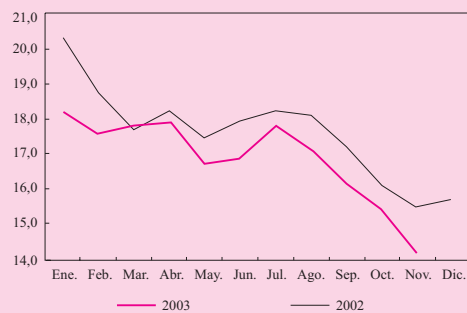


GRÁFICO 24
TASA DE EMPLEO
(PORCENTAJE)



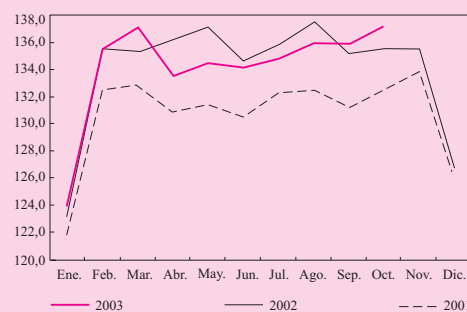
Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

GRÁFICO 25
TASA DE DESEMPLEO
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ECH.

GRÁFICO 26
ÍNDICE DE SALARIOS REALES
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



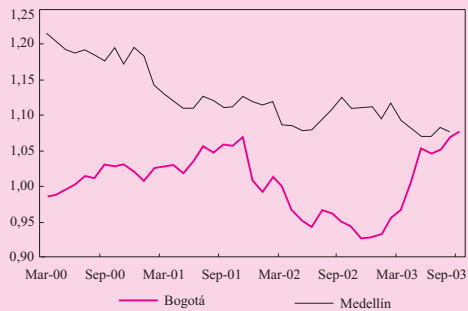
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para el mes de noviembre de 2003 se obtiene la medición más baja de desempleo desde que se inicia la encuesta (14,13%), la mejoría frente al mismo mes del año anterior es de 1,4 puntos porcentuales (Gráfico 25). Se aprecia entonces una dinámica de generación de puestos de trabajo importante (360.000 para las 13 principales áreas metropolitanas, entre noviembre de 2002 e igual mes de 2003), que afecta positivamente la capacidad de pago de los hogares. Sin embargo, hay que ser cuidadosos con este análisis pues los niveles de desempleo continúan siendo altos y la capacidad de pago también está determinada por el nivel de los salarios.

Al analizar la evolución del índice de salarios reales de la industria manufacturera se puede evidenciar una leve caída frente a los niveles observados en 2002. Los meses de septiembre y octubre son excepciones a esta tendencia. En particular, este último mes muestra un aumento anualizado de 1,3% (Gráfico 26). En todo caso, los niveles de salarios reales de 2003 continúan siendo altos frente a los presentados desde mediados de los años noventa. Se puede encontrar entonces una mejora de la capacidad de pago de los hogares, reflejada en el aumento del número de empleos de la economía, así como de un ligero aumento de los niveles salariales en los dos últimos meses.

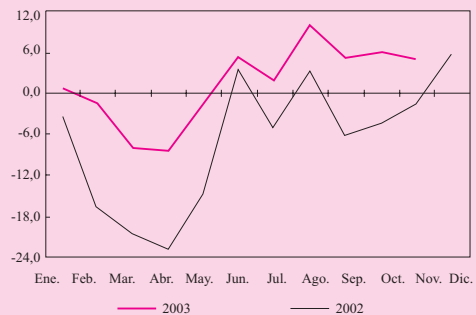
Analizar el desempeño de los precios de la vivienda es importante en tanto ésta representa el principal colateral de endeudamiento de los hogares y es además, una aproximación de su acervo de riqueza. Para el caso de Bogotá, durante el presente año se ha observado un aumento del índice real del precio de la vivienda y para septiembre de 2003 registraba los mismos niveles exhibidos a finales de 2001. En los nueve primeros meses del año registró un aumento del 15%. El índice para Medellín muestra un comportamiento inverso, la caída anualizada a agosto es del 4%. Esta tendencia es consistente con lo mostrado por el índice desde mediados de 1999 (Gráfico 27).

GRÁFICO 27
ÍNDICE REAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 28
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (PORCENTAJE)



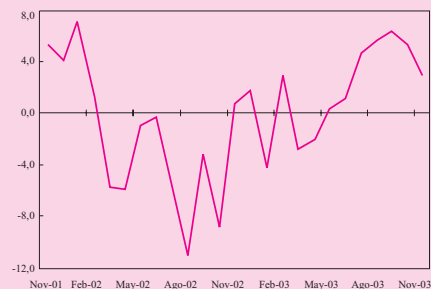
Fuente: Fedesarrollo.

5. Confianza de los consumidores

Durante el año 2003 el índice de confianza de los consumidores elaborado por Fedesarrollo, muestra valores superiores a aquellos presentados durante el año 2002. De la misma manera, la volatilidad del indicador disminuye (Gráfico 28). Las perspectivas que, sobre la economía, tienen los consumidores, se ven reflejadas en un incremento del porcentaje de hogares que cree que es un buen momento para comprar vivienda. La tendencia errática exhibida por el indicador de percepción de compra de vivienda hasta marzo de 2003, se convierte en un ascenso continuado del indicador, que mejora nueve puntos entre este mes y septiembre. Sin embargo, para octubre y noviembre de 2003 esta tendencia se revierte, lo cual modera las expectativas sobre el futuro desempeño de la demanda de vivienda y por ende, de la cartera hipotecaria (Gráfico 29).

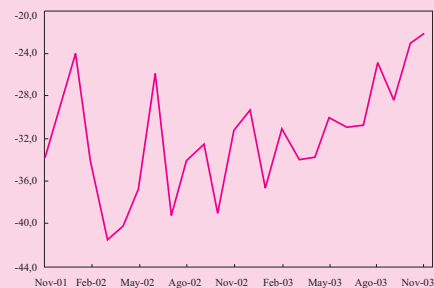
La percepción de compra de activos durables por parte de los hogares ha mantenido una tendencia más estable. Tanto para los automóviles como para los bienes grandes -muebles o electrodomésticos-, el balance de hogares que piensan que es buen momento para adquirir el bien menos el porcentaje que cree que es mal momento, ha crecido a lo largo de 2003. Para noviembre se encontraba casi 15 puntos por encima del nivel registrado en enero (Gráfico 30).

GRÁFICO 29
ÍNDICE DE PERCEPCIÓN DE COMPRA DE VIVIENDA (*)



(*) Porcentaje de hogares que cree que es buen momento para comprar casa, menos el porcentaje que cree que es mal momento.
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 30
ÍNDICE DE PERCEPCIÓN DE COMPRA DE BIENES DURABLES (*)



(*) Porcentaje de hogares que cree que es buen momento para comprar automóvil y otros bienes grandes (electrodomésticos y muebles), menos el porcentaje que cree que es mal momento.
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

6. Conclusiones

✘ La deuda de los hogares aumentó moderadamente en términos reales, sin embargo, dado que los activos del sector crecieron más aceleradamente, la exposición del sector financiero a los hogares cayó marginalmente. Este bajo crecimiento se presenta principalmente por la contracción de la cartera hipotecaria, que continúa anulando el efecto del crecimiento de la cartera del consumo.

✘ Se da, por ende, una recomposición de la deuda de los hogares tanto a nivel de tipo de cartera como de tipo de intermediario. En el primer caso, la cartera de consumo gana participación, y en el segundo, son los bancos comerciales los principales beneficiarios.

✘ En cuanto a la calidad de la cartera se puede ver una leve mejoría en los últimos seis meses. Este efecto se presenta en todos los sectores, aunque sigue habiendo una marcada diferencia entre la calidad de la cartera de los BECH y la del resto de intermediarios.

✘ La capacidad de pago de los hogares parece haber aumentado levemente. El mercado laboral muestra un aumento en los niveles de empleo, y unos niveles de salarios reales altos frente a los presentados desde mediados de los noventa.

✘ El precio de la vivienda parece haber reaccionado, sobre todo en el caso de Bogotá, lo cual puede ser muestra de una leve reactivación de este mercado. Sin embargo, una menor percepción de compra de vivienda por parte de los hogares puede moderar la recuperación.

✘ Por otra parte, la percepción de compra de bienes durables parece haber repuntado, y esta se puede ver reflejada en una dinámica mayor de la cartera de consumo.

✘ Si se confirman estas tendencias, se podrá observar una profundización en la recomposición del portafolio ya reseñada.

C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública¹⁷

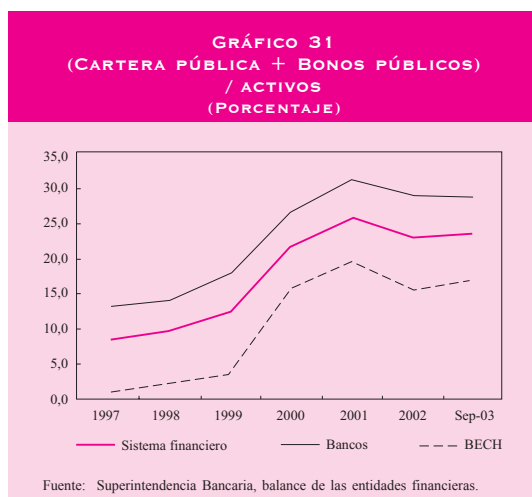
a. Evolución de la exposición

El seguimiento de este indicador, definido como la relación de la suma de cartera pública y títulos públicos con los activos del sistema financiero, que se viene realizando en este reporte, tiene como objetivo analizar la exposición del sistema financiero ante el sector público, teniendo en cuenta que la tenencia de títulos públicos por parte del sistema ha aumentado de forma importante en los últimos años. Hay que advertir que las conclusiones aquí expuestas no deben tomarse aisladamente, dado que tienen que ser contrastadas con la solvencia y la liquidez con las que cuenta el sector público.

La exposición del sistema financiero al sector público aumentó de forma acelerada entre 1996 y 2001, reduciéndose de 25,7% en diciembre de 2001 a 23% en igual mes de 2002. En septiembre de 2003 el indicador se incrementó a 23,6% (Gráfico 31). Este incremento se debe principalmente al crecimiento de los títulos públicos, dado que la cartera pública disminuyó y los activos aumentaron¹⁸. Cabe anotar que este indicador presenta cierta estacionalidad, de hecho, el crecimiento anual de septiembre de 2003 fue de 9,5%. Por tanto, puede presentarse un crecimiento considerable de este indicador en el último trimestre del año.

¹⁷ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superintendencia Bancaria, y corresponden a la cartera bruta y los títulos públicos que se presentan en los balances de las entidades financieras. Incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario. No se incluyen las IOE.

¹⁸ En septiembre de 2003, los títulos públicos crecieron 20% real anual, en tanto la cartera decreció 14,3% real anual y los activos se incrementaron 0,1% real anual. Mientras los bonos públicos corresponden al 17,8%, la cartera corresponde al 5,8% de los activos totales del sistema que en septiembre del año en mención ascendieron a \$92,8 b.



b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al centrar el análisis de la evolución por tipo de entidad, encontramos que los bancos comerciales continúan exhibiendo la mayor exposición directa ante la deuda pública, a pesar de que a septiembre de 2003 la relación disminuyó marginalmente a 28,8%, porcentaje significativamente superior al resto de entidades financieras. Por otro lado, los BECH aumentaron en gran medida su exposición entre 1996 y 2001, disminuyéndose luego en el año 2002. Sin embargo, a septiembre de 2003 su exposición aumentó al ubicarse la relación en 17,1%.

Los bancos comerciales, además de ser los más expuestos ante la deuda pública, son los que tienen mayor participación en el total de aquella en manos de entidades financieras. Su participación ha crecido desde diciembre de 2000 hasta posicionarse en 77,7% en 2002. En septiembre de 2003 su participación aumentó marginalmente a 77,9%. Por otro lado, los BECH aumentaron su participación en la deuda total al pasar de 16,2% en diciembre de 2002 a 17% en septiembre. Adicionalmente, el resto de entidades financieras disminuyó su participación en septiembre a 5,1%. Cabe señalar que estas entidades han disminuido consistentemente su participación desde 1996 hasta septiembre de 2003.

En esta fecha, los bonos continúan ocupando un lugar preferencial en la composición de la deuda pública en los balances de las entidades financieras, con una participación de 75,4%, mientras el restante 24,6% corresponde a la cartera¹⁹. Esto representa un incremento de la participación de estos títulos con respecto al final del año de 2002 que exhibió una participación de 71%. De todas las entidades, las más concentradas en bonos públicos son los BECH, quienes exhiben a septiembre del presente año una participación de 92%. Para los bancos comerciales, los bonos representan una parte considerable de la deuda pública en sus balances con un 72,1%.

2. Deuda agregada del SPNF

La relación deuda / PIB se estabilizó en septiembre de 2003. Entre 2001 y 2002, la deuda bruta del SPNF como porcentaje del PIB creció de forma acelerada al pasar de 54% a 61,5%, de hecho este indicador venía creciendo consistentemente desde 1997. Sin embargo, a septiembre de 2003 la relación rompió esta tendencia de crecimiento al registrar 61,1%. Adicionalmente, la deuda moderó²⁰ su dinámica al exhibir un crecimiento anual de 4,4% en términos reales. Lo anterior se debe a que la deuda pública externa valorada en pesos creció 1,7% real anual, en tanto que la deuda interna del SPNF lo hizo a 7,2% real anual. Hay que tener en cuenta que, si bien el SPNF moderó su endeudamiento, éste presenta un componente estacional. Como ya se mencionó, esta moderación corresponde principalmente a la dinámica de la tasa de cambio real.

Entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003, la participación en el total de la deuda externa y la interna cambió poco al representar el 50,3% y el 49,7%, respectivamente. Hay que advertir que la composición de deuda interna-deuda externa sigue siendo muy pareja (Cuadro 7).

¹⁹ En este caso la cartera incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario.

²⁰ En diciembre de 2002 el crecimiento real anual de la deuda fue de 15,1%.

CUADRO 7
DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF) ^{1/}

	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB) ^{2/}			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal) ^{3/}		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8	-	-	-
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,3	50,7	27,7	7,6	16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,4	48,6	48,1	36,2	42,1
Dic-98	23.906,5	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,2	50,8	27,3	38,8	33,0
Dic-99	30.531,1	32.879,2	63.483,6	20,2	21,7	41,9	48,0	52,0	27,7	34,5	31,2
Dic-00	42.061,3	41.965,2	84.098,2	24,1	24,0	48,1	50,1	50,0	37,8	27,6	32,5
Dic-01	50.620,4	50.801,8	101.430,4	26,9	27,0	54,0	49,9	50,2	20,3	21,1	20,6
Dic-02	62.900,7	61.967,6	124.869,7	31,0	30,5	61,5	50,4	49,6	24,3	22,0	23,1
Sep-03	67.275,8	66.396,1	133.671,9	30,7	30,3	61,1	50,3	49,7	14,8	8,9	11,8

1/ No incluye IFI.

2/ Para los datos trimestrales se utiliza el PIB del los últimos 12 meses.

3/ Para septiembre de 2003 corresponde a la variación respecto a septiembre de 2002.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

La emisión de títulos continuó siendo el principal instrumento de deuda pública, y a nivel interno los bonos siguieron ganando participación como instrumento de deuda. Este aumento se encuentra fundamentado en el aumento de la tenencia de bonos públicos por parte de entidades públicas en septiembre de 2003 respecto a diciembre de 2002.

3. Deuda del gobierno nacional central (GNC)

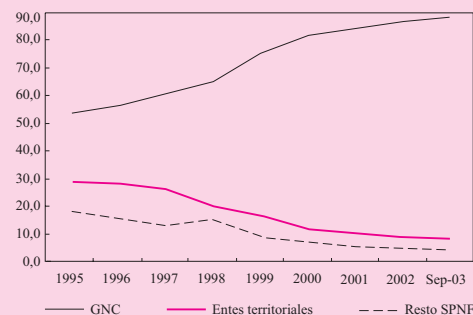
En septiembre de 2003, el endeudamiento del GNC creció marginalmente con respecto a 2002, especialmente por la participación de la deuda externa. La deuda interna del GNC representó el 88% del total de la deuda pública interna, mientras que la externa representó el 86% de la deuda externa total²¹.

a. Deuda interna del GNC

Si bien el GNC ha moderado el crecimiento de su endeudamiento, este sigue siendo acelerado. En sep-

²¹ En diciembre de 2002 la deuda interna representaba el 87% del total de la interna, mientras la externa representaba el 83% de la deuda externa del SPNF.

GRÁFICO 32
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA BRUTA DEL GNC
SEGÚN PRESTATARIO, 1995-2003
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

tiembre de 2003, la deuda interna del GNC creció 10% real anual, lo cual es inferior al crecimiento real anualizado promedio registrado entre 1995 y 2002 (24%) (Gráfico 32).

El instrumento privilegiado de la deuda interna del GNC sigue siendo la colocación de bonos, que representa cerca del 94% del total, mientras los pagarés comprenden aproximadamente el 5% y la cartera con el sistema financiero el 1% restante. En años

anteriores el comportamiento de los bonos como instrumento de deuda ha sido similar al ya descrito, el cual representa la mayor parte de la deuda interna del GNC, estando en promedio por encima del 90%.

Como lo muestra el Gráfico 33, la mayor parte de los títulos de deuda pública interna corresponde a los TES B, comprendiendo el 81% en promedio entre diciembre de 1995 y septiembre de 2003.

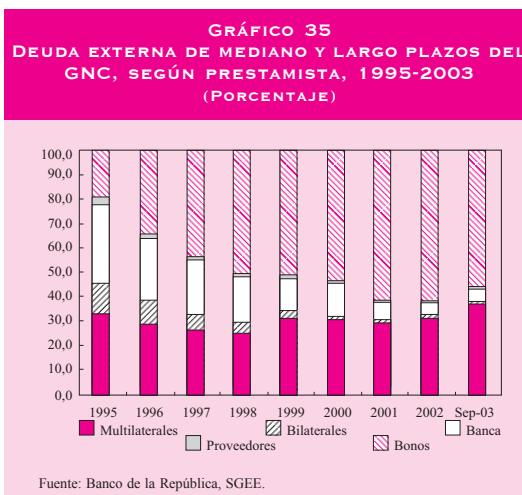
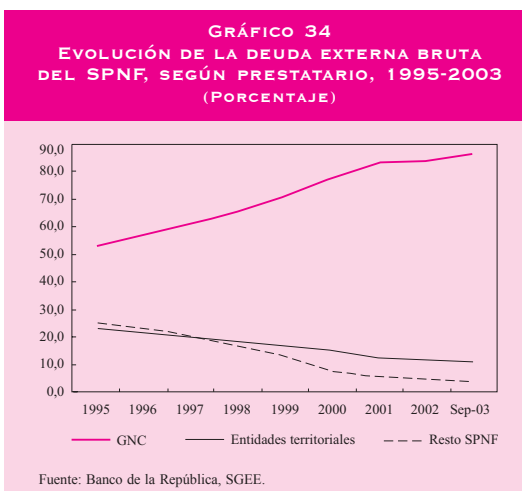
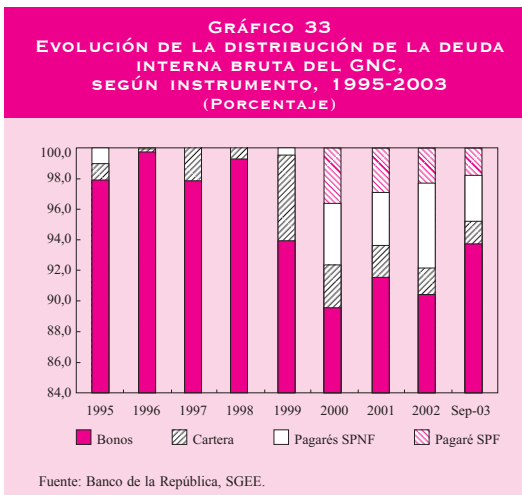
b. Deuda externa del GNC

En septiembre de 2003, el endeudamiento externo del gobierno, por plazos y valorado en pesos, creció 5,5% real anual. Lo anterior indica una moderación en la dinámica de crecimiento si lo comparamos con el aumento promedio real anual entre 1995 y 2002 (20%). Esto se explica parcialmente por el efecto-precio producto de la reducción en la devaluación²², dado que la deuda externa en dólares del GNC aumentó 10,6% (Gráfico 34).

Por otra parte, la pérdida gradual de importancia de los bonos como instrumento de deuda pública externa, que se mencionó en los dos reportes anteriores, continuó durante los primeros nueve meses del presente año. Como se observa en el Gráfico 35, en diciembre de 2002 la participación de estos títulos en la deuda externa del GNC era de 61,8%, la cual se redujo en septiembre de 2003 a 56,2%. Esta reducción en la participación se tradujo en un aumento en el endeudamiento del GNC con los organismos multilaterales, que en septiembre de 2003 alcanzó el 37% del endeudamiento total, dado que la participación de la banca comercial y los proveedores se ha mantenido relativamente estable en los últimos años.

Como se observa en el Cuadro 8, se duplicó tanto el monto de préstamos contratados en los primeros nueve meses del año como el período promedio de gracia,

²² Como se dijo anteriormente, la devaluación nominal anual a final de 2002 fue del 25%, por el contrario, a septiembre de 2003 fue de 2,17%.



CUADRO 8
CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS NUEVOS
PRÉSTAMOS CONTRATADOS

Período	Monto contratado (Millones de US\$)	Período promedio		Tasa promedio de interés (% nominal)
		De gracia (años)	Amortización (años)	
1991	2.507	6,0	12,8	7,5
1992	847	4,2	14,7	7,8
1993	1.526	3,4	12,2	6,9
1994	1.715	4,0	10,9	7,3
1995	1.715	2,7	9,1	6,8
1996	3.489	1,5	8,5	7,8
1997	2.331	1,3	10,6	8,0
1998	3.104	1,2	7,1	8,2
1999	3.861	2,4	8,9	10,0
2000	3.192	1,1	9,5	11,8
2001	6.441	2,1	9,4	9,5
2002	2.042	1,5	7,8	7,8
Sep-03	4.079	3,2	7,7	6,0

Fuente: Banco de la República, SGEE.

mientras la tasa de interés nominal promedio se redujo de forma importante entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003 al pasar de 7,8% a 6,0%. Por otra parte, el período promedio de amortización se mantuvo prácticamente constante. Lo anterior depende, en gran parte, de las condiciones favorables de los préstamos contratados con la banca multilateral, los cuales corresponden a más de la mitad de los montos contratados. El resto de los nuevos préstamos adquiridos se refiere a proveedores y banca comercial.

Como ya se mencionó, la dinámica del *Emerging Markets Bond Index* (EMBI), el *spread* de la deuda colombiana se ha reducido alrededor de 200 puntos básicos entre principio de año y septiembre, lo cual se traduce en una mejora en la percepción internacional de Colombia.

c. Relación deuda / ingresos del GNC

La relación deuda / ingresos del GNC²³ aumentó al registrar en septiembre del presente año 353,8% (Cuadro 9). Este aumento equivale a un crecimiento real anual de 3,5%, lo cual corresponde principalmente al aumento de la deuda del GNC que registró un creci-

CUADRO 9
DEUDA VS. INGRESOS DEL GNC

Año	Deuda	Ingresos	Deuda / Ingresos
	GNC		
(Miles de millones de pesos)			
1995	11.559,8	9.599,9	120,4
1996	14.452,3	12.140,3	119,0
1997	21.778,2	15.237,5	142,9
1998	31.232,0	16.880,2	185,0
1999	45.487,2	20.164,6	225,6
2000	66.157,1	23.196,7	285,2
2001	84.412,5	28.941,8	291,7
2002	106.054,3	31.459,1	337,1
Sep-03	116.313,0	32.879,4	353,8

Fuente: Banco de la República, SGEE.

miento real anual de 7,7%, mientras los ingresos crecieron 4% real anual.

En síntesis, si bien las condiciones de la deuda del gobierno han sido favorables y el crecimiento de ésta se ha moderado parcialmente gracias a la dinámica de la tasa de cambio, otros indicadores de sostenibilidad siguen exhibiendo malos comportamientos. Esto implica que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en el ajuste fiscal.

4. Deuda territorial

a. Endeudamiento y calidad²⁴

La deuda territorial con las entidades financieras continuó la tendencia decreciente que ha exhibido desde 1997, al registrar \$3,5 b en diciembre de 2002 pasando a exhibir luego un nivel de \$3,05 b a septiembre de 2003²⁵. Este cambio equivale a una importante

²³ Los ingresos totales del GNC incluyen ingresos corrientes y no corrientes. Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato correspondiente a ingresos de septiembre de 2003 corresponde al dato anualizado.

²⁴ El endeudamiento de los territorios se aproximó como la suma de la deuda de los departamentos y de los municipios circunscritos al departamento. Los datos provienen de las operaciones activas de crédito reportadas ante la Superintendencia Bancaria por las entidades financieras.

reducción en términos reales de 13,1% del saldo de la deuda, lo que significó una caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de activos del sistema financiero²⁶ (Gráfico 36).

Los bancos comerciales siguen siendo los principales prestamistas de los entes territoriales, representando en septiembre del presente año el 84% del total (Gráfico 37). Sin embargo, cabe resaltar que estas entidades han disminuido gradualmente su participación desde finales de 1999, tendencia que se mantuvo en septiembre de 2003. El segundo lugar en participación lo ocupan las corporaciones financieras, la cual ha crecido entre el final del año pasado y septiembre de 2003 al ubicarse alrededor del 11%. Finalmente, la menor participación en la deuda la registran los BECH que han tendido a estabilizar su parte de la deuda total alrededor del 5% en el presente año.

Mientras la concentración de la deuda por acreedor se ha mantenido constante, la del deudor ha caído marginalmente en este año (Gráfico 38). La concentración de deuda en entidades financieras ha permanecido estable con respecto a diciembre de 2002 alrededor de 9%. De hecho, este indicador ha permanecido por debajo de 10% desde 1995. Por otra parte, la deuda territorial ha dejado su tendencia a concentrarse en unos pocos entes territoriales durante los nueve primeros meses del año, lo cual se ve en una reducción del índice Herfindahl de 12,8% en diciembre de 2002 a 12,5% en septiembre de 2003.

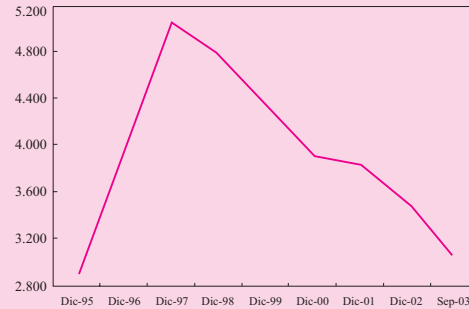
Dentro del grupo de los siete entes territoriales más endeudados²⁷, continúan sobresaliendo por su alto

²⁵ El cálculo de la deuda territorial solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluye las empresas municipales y departamentales, ni las entidades municipales y departamentales de seguridad social, entre otras. El endeudamiento solamente hace referencia a la deuda pactada con el sistema financiero doméstico y no incluye la emisión de bonos por parte de los territorios.

²⁶ Esta fue de 3,7% a final del año 2002 y 3,3% en el tercer trimestre de 2003.

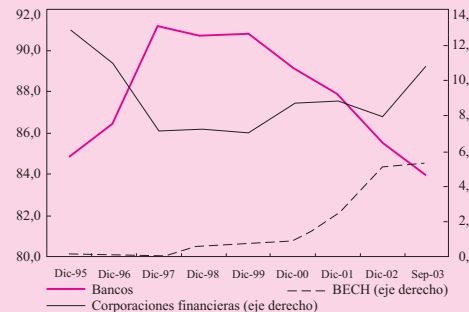
²⁷ Estas incluyen Valle del Cauca, Bogotá, Antioquia, Atlántico, Santander, Cundinamarca y Bolívar.

GRÁFICO 36
DEUDA TERRITORIAL CON EL SISTEMA FINANCIERO
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE SEPTIEMBRE DE 2003)



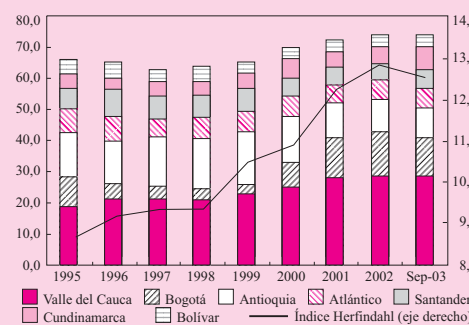
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 37
PARTICIPACIÓN BANCOS COMERCIALES, CORPORACIONES FINANCIERAS Y BECH EN LA DEUDA TERRITORIAL (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 38
CONCENTRACIÓN DE LA DEUDA TERRITORIAL (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

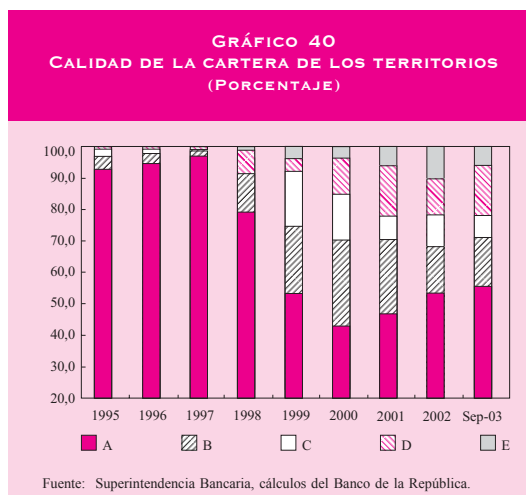
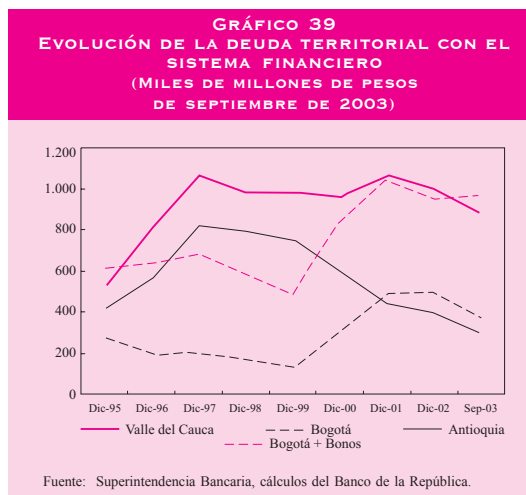
nivel Valle del Cauca, Bogotá y Antioquia. El Gráfico 39 nos permite observar que el endeudamiento de estos tres entes territoriales descendió desde diciembre de 2002 al registrar niveles de \$876 mm, \$374 mm y \$293 mm en septiembre de 2003. Mientras la deuda del Valle del Cauca decreció 12% real, Bogotá lo hizo a 24% real y Antioquia a 25% en términos reales. Sin embargo, si tenemos en cuenta la emisión de títulos de deuda pública de Bogotá, éste aumentó su endeudamiento vía bonos de tal forma que contrarrestó el decremento anteriormente descrito, al registrar un crecimiento real de 2,3%.

Las siete entidades territoriales más endeudadas con el sistema financiero disminuyeron levemente su participación en el endeudamiento total de los territorios con respecto a diciembre de 2002, mostrando una disminución de 0,6 puntos porcentuales al exhibir una participación en septiembre de 2003 de 74,2% (Gráfico 38). Lo anterior se debe principalmente a que Bogotá y Antioquia redujeron su participación en el total de la deuda en el mismo período de comparación. Adicionalmente, cabe resaltar que el Valle del Cauca continúa siendo el más endeudado al tener el 29% del total.

La calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría comentada en reportes anteriores (Gráfico 40). Esta mejora corresponde principalmente a un crecimiento consistente de la cartera de tipo A y a una reducción de la de tipo E²⁸.

Entre los territorios más endeudados con el sistema financiero, Valle del Cauca y Bolívar continúan mostrando los peores indicadores de cartera (Gráfico 41). Si bien la cartera de tipo A de estos entes territoriales ha mejorado, sus niveles son todavía bajos. En el caso del Valle del Cauca, la cartera ha mejorado, lo que se ve reflejado en un aumento de la cartera de tipo A y en una reducción de la de tipo E, registrando

²⁸ La cartera con calificación A disminuyó su participación 2,4 puntos porcentuales al registrar una participación de 55,7% de la deuda territorial. Por su parte, la de tipo E bajó a 5,8%.

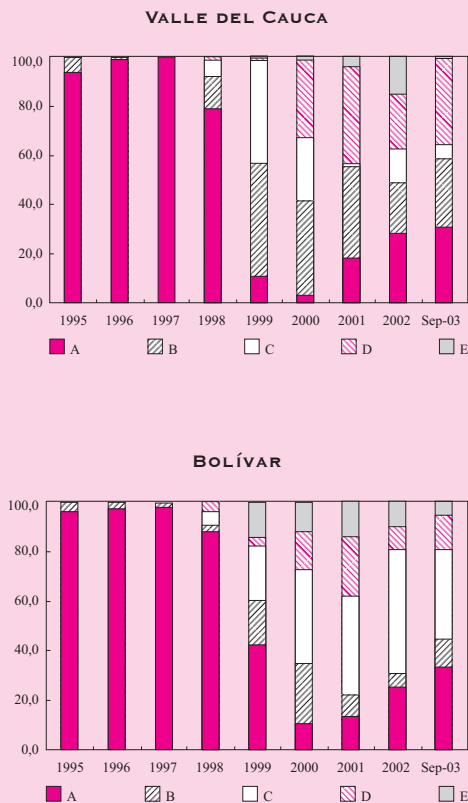


del total de la deuda, respectivamente. Sin embargo, este departamento aumentó significativamente su cartera de tipo D que pasó de 22% en 2002 a representar el 35% en septiembre de 2003. Por otra parte, Bolívar ha mejorado su calidad de cartera al aumentar la participación de los créditos de tipo A a 33%, dado que la suma de las de tipo D y E se ha mantenido constante.

b. Capacidad de pago de los deudores²⁹

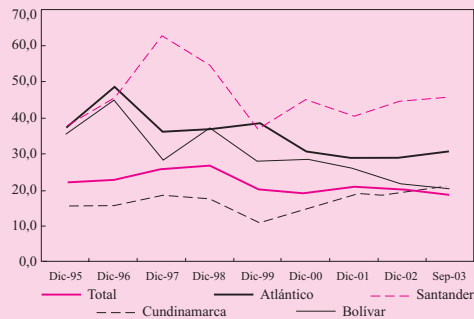
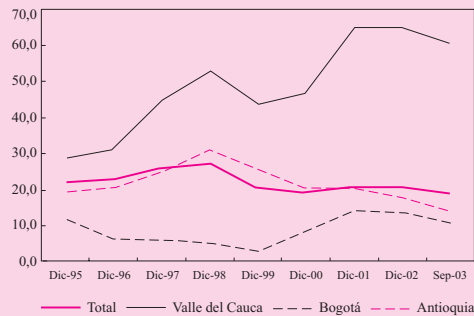
Los tres territorios más endeudados presentaron una disminución en la relación deuda a ingresos³⁰, mientras que, de los otros cuatro con mayor deuda, sólo

GRÁFICO 41
CALIDAD DE LA CARTERA DE BOLÍVAR
Y VALLE DEL CAUCA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 42
DEUDA TERRITORIAL,
COMO PORCENTAJE DEL INGRESO REGIONAL



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Bolívar disminuyó esta relación ubicándose en 20%. El caso más notorio es el del Valle del Cauca que bajó a 60% en septiembre del presente año. Sin embargo, este departamento sigue registrando altos niveles de esta relación. Por su parte, Bogotá y Antioquia disminuyeron su relación a 11% y 14%, respectivamente (Gráfico 42).

5. Conclusiones

✘ La exposición del sistema financiero³¹ ante la deuda pública se incrementó levemente, después de la reducción experimentada entre 2001 y 2002. Este crecimiento fue liderado principalmente por los BECH, dado que la exposición de los bancos comerciales se

²⁹ Hay que anotar que por disponibilidad de datos se asumió que los ingresos de los entes territoriales a septiembre de este año se mantuvieron en los niveles de diciembre de 2002.

³⁰ Los ingresos totales de un territorio son la suma de la ejecución presupuestal de aquellos de los departamentos, municipi-

pios capitales y municipios no capitales. Dichos ingresos se componen de los ingresos tributarios, no tributarios y de capital. La fuente de esta información es la Contraloría General de la República.

³¹ Medida como la relación entre el crédito al sector público y el activo del sistema financiero.

mantuvo prácticamente constante. Sin embargo, estos últimos siguen siendo las entidades más expuestas de forma directa ante la deuda del SPNF.

✘ El SPNF moderó su dinámica de endeudamiento en septiembre de 2003, hecho parcialmente explicado por la disminución del endeudamiento externo producto del efecto-precio de una menor devaluación, dado que la deuda en dólares creció. Lo anterior permitió que la relación deuda / PIB se estabilizara.

✘ De la misma forma que el SPNF, el GNC, principal deudor del sector público, moderó su dinámica de endeudamiento tanto interno como externo, sin embargo, estos crecimientos siguen siendo altos. Por otro lado, el ritmo de incremento de la relación deuda del gobierno / PIB exhibió un crecimiento moderado.

✘ Dentro del endeudamiento externo del GNC, cabe resaltar que los bonos siguen perdiendo importancia como instrumento de deuda externa, lo cual, a septiembre de 2003, se tradujo en una recomposición de bonos externos hacia deuda con organismos multilaterales.

✘ Adicionalmente, las condiciones financieras de la deuda pública han mejorado. Asimismo, ha mejorado también la percepción sobre la solvencia del gobierno, lo que se ve reflejado en la reducción de los *spreads* de deuda pública; sin embargo, cabe aclarar que esto corresponde a una situación generalizada en los mercados emergentes. Hay que resaltar que, si bien las condiciones generales de la deuda han mejorado, los indicadores de sostenibilidad no lo han hecho. Por tanto, se hace necesario enfatizar que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en materia de ajuste de las finanzas públicas. Finalmente, se debe hacer un seguimiento de la deuda después que se perciban los efectos positivos de la reforma tributaria.

✘ En septiembre de 2003, la deuda territorial continuó con la tendencia decreciente que comenzó en 1997. Por su parte, la calidad de la deuda de los entes territoriales ha mejorado. A pesar de que la calidad de cartera sigue siendo peor que la del resto del sistema, ésta ha mejorado consistentemente desde el año 2000. Por último, cabe resaltar que la concentración de la deuda por prestamista y por prestatario es marginal y constante a septiembre de 2003.

IV

SISTEMA FINANCIERO

A. SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)

1. Crecimiento del portafolio

El valor de los fondos administrados por las AFP³² ha continuado creciendo a lo largo del año, en parte, debido a un leve incremento en la tasa de crecimiento de los afiliados y en la proporción de afiliados activos frente a marzo del mismo año³³. A octubre de 2003, el valor del portafolio de inversión de los fondos de pensiones y cesantías equivalía a \$25,4 b (11,5% del PIB), de los cuales \$19,6 b correspondían a fondos de pensiones obligatorias (Gráfico 43). Así mismo, el portafolio de las AFP representa el equivalente a 27% del activo del sistema financiero para octubre de 2003.

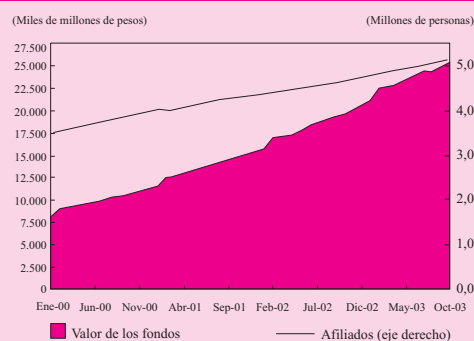
2. Composición del portafolio de las AFP

a. Clasificación por clase de activo y contraparte

La composición del portafolio administrado por las AFP se modificó ligeramente desde la publicación del último *Reporte de Estabilidad Financiera*, al disminuir levemente la participación de las inversiones de renta fija (Gráfico 44). Esto se puede explicar por el hecho que las AFP no solamente están obligadas a velar por la conservación del

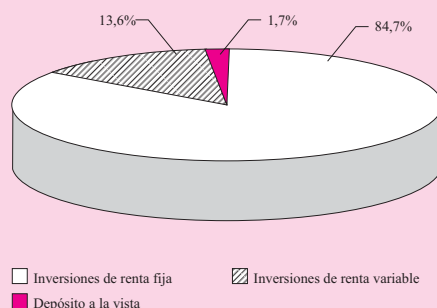
valor del portafolio, sino también a garantizar una rentabilidad para sus clientes y, para tal fin, ha existido una leve recomposición de inversiones de renta fija por unas de renta variable, principalmente en entidades del exterior como participaciones en fondos mutuos. La recupera-

GRÁFICO 43
VALOR DE LOS FONDOS ADMINISTRADOS
Y NÚMERO DE AFILIADOS



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 44
COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LAS AFP,
OCTUBRE DE 2003



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

³² Los administradores de fondos de pensiones corresponden a la suma de los fondos de pensiones obligatorias, los de cesantías y los de pensiones voluntarias.

³³ En octubre de 2003, la proporción de afiliados activos, es decir, de aquéllos que hacen aportes regularmente a las AFP, fue de 48,4% del total de afiliados.

ción de la economía colombiana y la de los Estados Unidos a lo largo del año ha permitido que las inversiones de renta variable presenten un mejor perfil.

Sin embargo, cerca del 85% del portafolio aún son inversiones de renta fija, de las cuales el 54% constituyen títulos de deuda pública (Gráfico 45). Esta última participación también se redujo marginalmente con respecto a marzo de 2003. Por otro lado, es importante resaltar la baja participación que tienen los títulos derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (TIP) en el portafolio de las AFP, al representar solamente el 1% de las inversiones de renta fija. A octubre de 2003, las AFP poseían el 7% del monto total de la cartera titularizada, participación sustancialmente baja considerando que las AFP deberían ser sus compradores naturales por la alta duración de sus pasivos. Este hecho se debe a que existen problemas regulatorios en el manejo de los TIP, ya que los incentivos tributarios otorgados a los TIP no son atractivos para las AFP y además, existen fallas en la valoración de estos títulos para el portafolio de las mismas. Para mayor información, véase al final de este reporte, en Temas especiales sobre estabilidad financiera, el artículo “El mercado hipotecario secundario colombiano”.

En el interior de los títulos de deuda pública, se observa que ha existido una recomposición marginal hacia títulos de deuda pública externa con respecto a

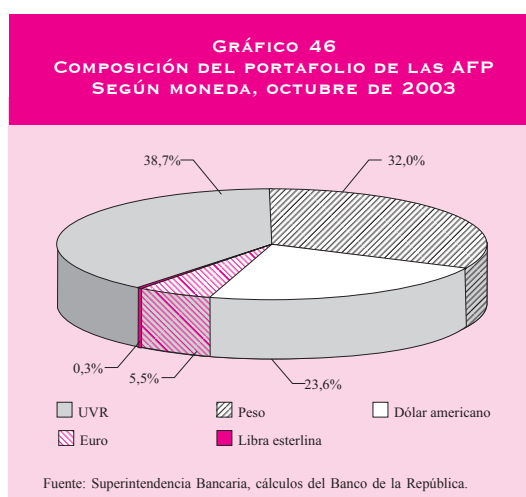
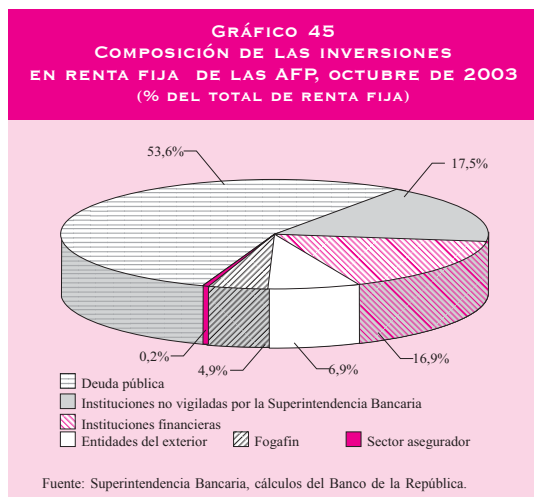
marzo de 2003. En octubre de 2003, los títulos de deuda pública externa en manos de las AFP ascendió a \$5,12 b, lo que representa aproximadamente el 16% de la deuda externa emitida en bonos por la Nación³⁴.

Como se ha mencionado en los capítulos anteriores, el *spread* de la deuda externa colombiana ha tenido un buen desempeño a lo largo del año, al igual que los títulos TES, cuyas tasas han descendido desde marzo de 2003. Este hecho, junto con una perspectiva económica positiva, ha provocado una mejora en el perfil de riesgo de buena parte del portafolio de este tipo de agentes.

b. Descomposición por plazos y moneda

Al descomponer el portafolio de las AFP por tipo de moneda y/o unidad de cuenta, se observa que la participación de las monedas no ha cambiado desde diciembre de 2002 y que las inversiones atadas a la inflación o la unidad de valor real (UVR) conservan su importancia, seguidas de las denominadas en pesos (Gráfico 46). Es necesario resaltar que a pesar de representar las inversiones denominadas en UVR o la inflación el porcentaje más alto del portafolio (38,7%), todavía es moderado, al considerar la

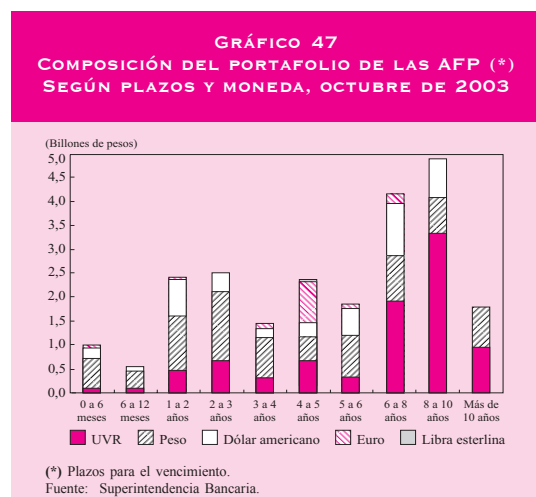
³⁴ A septiembre de 2003, la deuda pública externa emitida por el gobierno nacional en forma de bonos ascendía a US\$11.095 millones (m), equivalente a \$32 b.



indexación de los pasivos de las AFP a la inflación. Por tal razón, aún existe potencial de crecimiento para los instrumentos financieros denominados en UVR o inflación. Adicionalmente, la principal moneda extranjera, ante cuyos movimientos continúa estando expuesto el portafolio, es el dólar americano.

Analizando los activos del portafolio según su plazo para el vencimiento, se observa que estos se encuentran ligeramente más concentrados en plazos menores de 10 años que lo observado en marzo de este año, el 92% de los activos tiene un vencimiento menor que este plazo (Gráfico 47). Esto contrasta con el hecho que el 43% de los afiliados a las AFP se encuentra entre los 25 y 34 años, lo que hace evidente el desfase existente entre plazos y duraciones del activo frente al vencimiento de sus pasivos.

La falta de instrumentos financieros de más largo plazo no ha permitido que los activos del portafolio de las AFP se ajuste perfectamente a los pasivos de estas entidades. La reducción en la inflación y las bajas y estables tasas de interés deberían permitir el mayor desarrollo de este tipo de instrumentos. Su evolución es necesaria para permitir un mejor cubrimiento de las entidades con pasivos de largo plazo o de aquellas entidades que quieren una ampliación en el plazo de su deuda.



B. ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

La presente sección tiene la intención de ilustrar la evolución de las principales variables del total de entidades de crédito durante 2003, con especial énfasis en el período comprendido entre mayo y noviembre del mismo año.

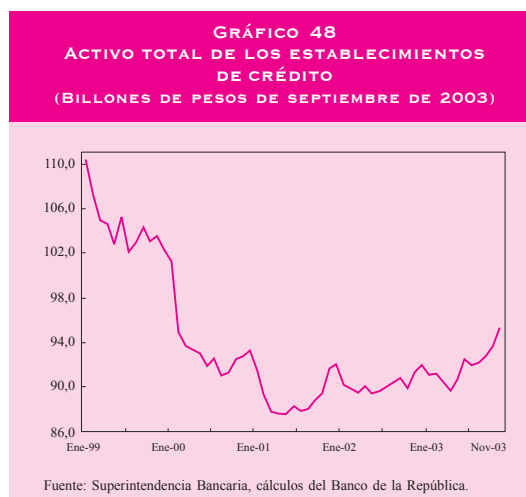
Para tal fin, se seguirán los principales acervos del sector financiero, se estudiará la evolución de su rentabilidad, y se medirá su exposición frente a los principales riesgos inherentes al negocio del sector.

1. Evolución de activos, pasivos y operaciones fuera de balance³⁵

a. Posiciones activas

El activo del total de las entidades de crédito continuó con su senda ascendente durante el segundo semestre de 2003. Su crecimiento fue 4,5% real anual en noviembre, con lo que alcanzó una cifra de \$95,8 b (Gráfico 48).

³⁵ Dada la liquidación del Instituto de Fomento Industrial (IFI) en junio de 2003, se excluyó esta entidad de los cálculos de los acervos del sistema financiero con el fin de hacer comparables las series a lo largo del tiempo, y evitar distorsiones en los cálculos de las variaciones anuales del último semestre.



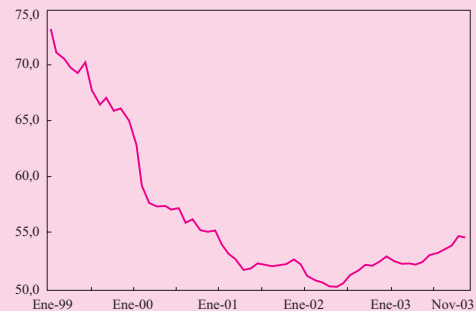
La cartera de créditos, su principal componente, tuvo una contribución importante en dicha expansión tal como se evidencia en el Gráfico 49. En efecto, aquella creció a un ritmo promedio de 4,1% real anual entre mayo y noviembre. Cabe destacar, sin embargo, que pese a las tasas de crecimiento exhibidas por el activo o por la cartera de créditos, estos acervos están aún lejos de los niveles en que se encontraban antes de 1999, lo que permite afirmar que no existe evidencia de que se esté desarrollando una burbuja financiera.

Este evento es consistente tanto con una reactivación de la actividad económica del país como de la absorción, lo que ratifica y consolida el buen desempeño que ha tenido el crédito desde finales de 2002, completando 12 meses seguidos con un crecimiento real anual positivo.

Un análisis más detallado de la cartera muestra que su crecimiento se debe a la dinámica de todas las modalidades de crédito con excepción del hipotecario. En efecto, el crédito de consumo alcanza un crecimiento que ronda el 15,0% real anual desde junio, mientras que el crédito comercial se está incrementando a una tasa promedio del 6,5% en lo corrido del segundo semestre de 2003. La reciente categorización de los microcréditos muestra también resultados interesantes, si bien su crecimiento se ha moderado en el último trimestre (pasando de un crecimiento anual promedio de casi 200% en el primer semestre del año, a 46,1% en promedio entre agosto y noviembre). En lo que respecta a los créditos de vivienda, estos continúan decreciendo a tasas reales cercanas al 9%, aunque se aprecia una mejora marginal en los meses de octubre y noviembre (Gráfico 50).

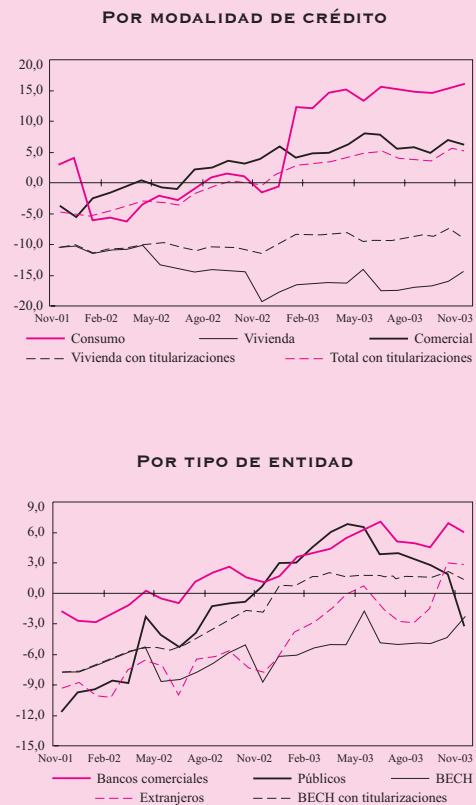
El comportamiento del crédito por grupo de entidades ha exhibido cambios más destacables en lo corrido del último semestre. Se observa principalmente la reactivación del crédito en las entidades extranjeras, y la desaceleración de este en la banca pública (Gráfico 50). En lo que respecta a los BECH, el

GRÁFICO 49
CARTERA BRUTA INCLUYENDO TITULARIZACIONES
(BILLONES DE PESOS DE SEPTIEMBRE DE 2003)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 50
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LA CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

crecimiento de sus colocaciones (incluyendo los montos titularizados) es positivo. Esto se debe a su incursión en negocios diferentes del préstamo hipotecario, como el crédito comercial y sobre todo el de consumo.

En lo que respecta al acervo de inversiones, se mantiene la dinámica creciente registrada en el reporte anterior. El monto total de inversiones de las entidades de crédito alcanzó \$27,9 b en noviembre de 2003, gracias a un crecimiento promedio del 7% real a lo largo de 2003. Este comportamiento de las inversiones, junto con el crecimiento de la cartera ya descrito, ha permitido mantener relativamente constante la participación en el activo de sus dos principales componentes durante el segundo semestre de 2003 (Gráfico 51).

b. Posiciones pasivas

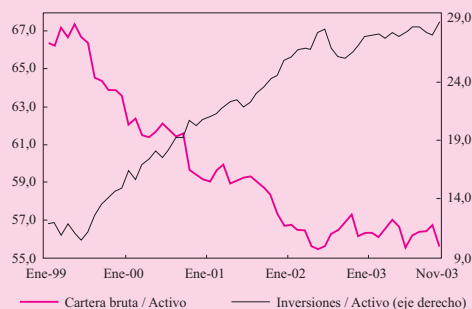
Las captaciones aceleraron su crecimiento en el segundo semestre de 2003, alcanzando un nivel de \$64,2 b en noviembre. En efecto, entre mayo y noviembre, los depósitos tuvieron un crecimiento real cercano al 4%. Mientras esta parte del pasivo continúe incrementándose, la posibilidad de que escaseen las fuentes de financiamiento de las colocaciones en el mediano plazo se va disminuyendo (Gráfico 52).

c. Derivados

El monto de operaciones con derivados continuó con su senda ascendente durante el año 2003, a pesar de una disminución relativamente pequeña en el primer trimestre. El crecimiento anual del total de derechos en *forwards*, futuros, *swaps* y opciones ha rondado el 24% en promedio durante todo el año 2003, lo que confirma el gran dinamismo que ha tenido este tipo de instrumentos en el sistema financiero colombiano.

Al descomponer estas operaciones entre los diferentes tipos de subyacente (Gráfico 53), es posible notar que las operaciones con divisas siguen

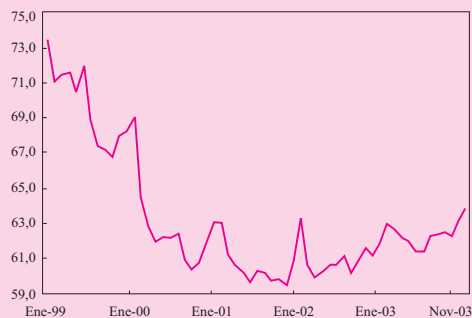
GRÁFICO 51
PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES
Y LA CARTERA BRUTA SOBRE EL ACTIVO TOTAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 52
CAPTACIONES DE LOS ESTABLECIMIENTOS
DE CRÉDITO

BILLONES DE PESOS DE SEPTIEMBRE DE 2003



CRECIMIENTO REAL ANUAL (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

constituyendo la mayor parte de los derivados con una contribución cercana al 71%. La mayor parte de esas operaciones las realiza la banca comercial.

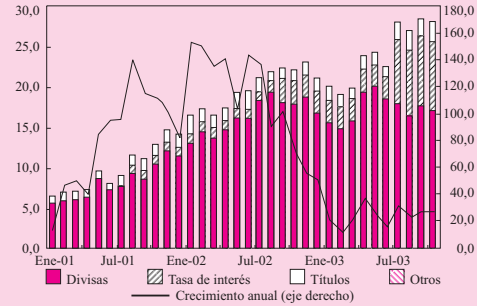
Cabe destacar también el dinamismo que han tenido los derivados de tasa de interés a partir de julio de 2003. El monto de operaciones de dicha tasa pasó de \$2,8 b en junio a \$8,6 b en octubre del mismo año, debido casi exclusivamente a operaciones *swap* realizadas por algunas corporaciones financieras.

2. Rentabilidad

Las entidades de crédito continuaron aumentando la rentabilidad del activo durante el año 2003. El indicador de utilidad anualizada sobre activo promedio (Gráfico 54), que se encontraba en 1,28% en mayo, se incrementó a 1,76% en noviembre de 2003 para la totalidad de entidades. Este comportamiento es producto del aumento en utilidades tanto de bancos comerciales como de BECH. Este incremento en la rentabilidad producto de una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera de crédito e inversiones), en detrimento de activos improductivos. En el caso de los BECH existe todavía potencial para que continúe dicha recomposición, por lo menos en el corto plazo, lo que podría seguir impulsando las mejoras en rentabilidad.

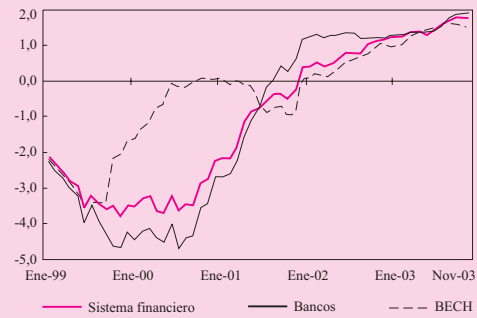
El margen de intermediación financiera es otro indicador relevante cuando se analiza la rentabilidad del negocio de captación y colocación. Es posible observar en el Gráfico 55, que el margen entre la tasa activa (definida como la razón entre los ingresos por cartera y la cartera productiva) y la tasa pasiva (construida como los egresos financieros sobre los depósitos y exigibilidades) se incrementó en 11 puntos básicos entre mayo y octubre de 2003. Por lo tanto, la labor de intermediación se ha convertido en una actividad más rentable, lo que podría seguir incentivando la oferta de nuevos créditos en el futuro.

GRÁFICO 53
OPERACIONES CON DERIVADOS (*)
(PORCENTAJE)



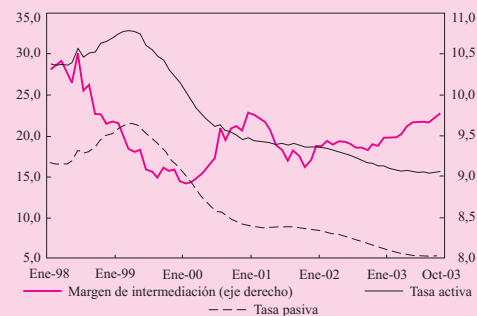
(*) Incluye derechos en *forwards*, futuros, *swaps* y opciones.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 54
RENTABILIDAD DEL ACTIVO:
UTILIDAD / ACTIVO PROMEDIO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 55
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN Y TASAS IMPLÍCITAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

RECUADRO 2
LOS MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN

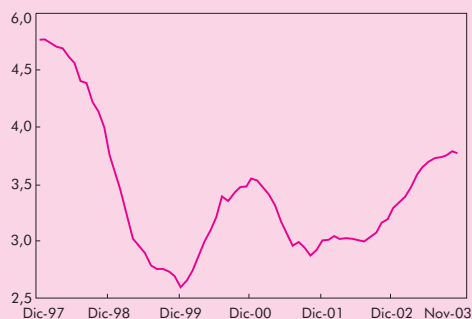
La multiplicidad de formas existentes para medir los márgenes de intermediación financiera¹, produce en muchos casos, confusiones a la hora de contrastar diferentes estudios, sobre todo cuando se busca hacer algún tipo de comparación internacional.

Por ejemplo, el nivel actual del margen que se muestra en el Gráfico 55 (9,7%), podría parecer desproporcionadamente alto frente al promedio de 6,4% que muestran los países de ingreso medio bajo en un estudio del Banco Mundial publicado en 1999². Sin embargo, esta diferencia se atribuye casi enteramente a diferencias en las metodologías utilizadas en el cálculo del margen, más que a particularidades atribuibles al sistema financiero colombiano.

De este modo, si se quiere comparar el nivel del margen financiero bajo un contexto internacional, se debe utilizar una metodología homogénea entre países. Si se toma la definición utilizada en el estudio del Banco Mundial, que corresponde a la diferencia entre los ingresos y egresos por intereses como proporción del activo, en lugar de la definición del margen explicada anteriormente, Colombia presenta en la actualidad un nivel de 3,8%. Este nivel es claramente inferior al promedio del 6,4% que registraban los sistemas financieros de países con ingresos similares a este país durante la primera parte de la década de los noventa (período en el que se basó dicho estudio), y también es inferior al 6,0% que presentaba Colombia para ese entonces (Gráfico 1 R2).

Lo anterior demuestra que si bien el margen de intermediación en el país (medido por cualquiera de las dos formas descritas en este reporte) se ha incrementado levemente en el último año, sus niveles no son atípicamente altos cuando se comparan con su comportamiento histórico o con los presentados por otros países con características similares a las de Colombia.

GRÁFICO 1 R2
(INGRESOS POR INTERESES - EGRESOS POR INTERESES / ACTIVO PROMEDIO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República

¹ Para una revisión sobre diferentes maneras para calcular el margen de intermediación financiera, véase Janna, M. *et al.* (2001). "Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano, 1996-2001", en Borradores de Economía, Banco de la República, No. 182.

² Demirgüç-Kunt, A.; Huizinga, H. (1999). "Determinants of Commercial Banks Interest Margins and Profitability: Some International Evidence", en *The World Economic Review*, Vol. 12, No. 2.

3. Exposición a riesgos

a. Riesgo de crédito

La calidad de la cartera de créditos de las entidades de crédito siguió mejorando después de mayo de 2003. Esta reducción en el riesgo de crédito ha ocurrido en los bancos comerciales y más recientemente en los BECH, y es observable gracias a menores niveles de cartera vencida y/o cartera riesgosa como proporción de la cartera bruta (gráficos 56 y 57). En la actualidad, estos indicadores alcanzan niveles de 7,2% y 17,5%, respectivamente, para la totalidad de entidades de crédito, lo que confirma que el deterioro crediticio continúa en niveles bajos con respecto a los últimos años.

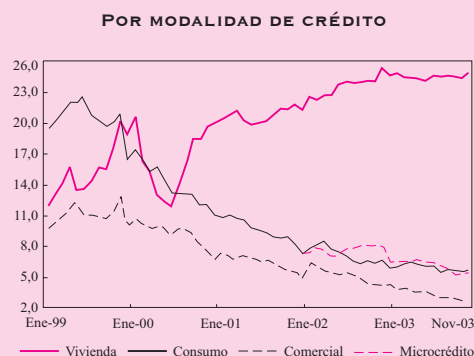
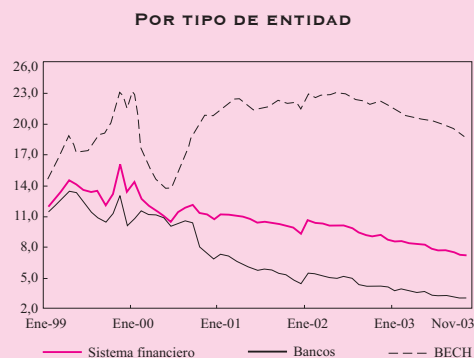
De hecho, buena parte de los acervos de cartera deteriorada que exhiben las entidades de crédito en sus balances está asociada a decisiones previas a la crisis financiera. Esto hace que los indicadores de riesgo estudiados puedan sobrestimar en algún grado el riesgo de crédito potencial que percibe en la actualidad, puesto que los desembolsos más recientes tienen un perfil de riesgo menor que el presentado por el acervo de cartera desembolsada hace más de tres o cuatro años.

La calidad de la cartera por modalidad de crédito, sigue registrando las mismas propiedades de los últimos 12 meses. En efecto, tanto la cartera de consumo, como la comercial y el microcrédito siguen mejorando sus indicadores, mientras que el crédito de vivienda continúa registrando indicadores de riesgo muy elevados que prácticamente no han cedido pese al entorno económico favorable de 2003³⁶.

Estos indicadores, junto con un mejor cubrimiento de la cartera a través de mayores provisiones (como proporción de la cartera vencida o riesgosa) durante

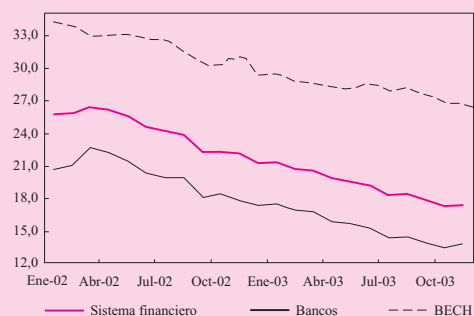
³⁶ Cabe aclarar, sin embargo, que la calidad de la cartera de vivienda incluyendo los saldos titularizados, ha mejorado marginalmente en este período.

GRÁFICO 56
CARTERA VENCIDA / CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 57
PROPORCIÓN DE CARTERA RIESGOS
SOBRE CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

todo el año 2003 (Gráfico 58), confirman que el riesgo de crédito se encuentra en niveles realmente favorables para las entidades de crédito.

Quedan, sin embargo, dos aspectos que fueron enunciados desde el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior:

El primero tiene que ver con la resistencia a la mejora de la calidad de los créditos de vivienda. Es necesario enfocar los esfuerzos para que las nuevas colocaciones de créditos de vivienda no estén sujetas al riesgo del acervo actual de esta cartera. Esto con el fin de poder reactivar el negocio del préstamo hipotecario.

El segundo hace referencia al monitoreo adicional que es necesario para las nuevas asignaciones de crédito, sobre todo en períodos de auge crediticio, con el fin de que su calidad no se deteriore y entorpezca la dinámica positiva que ha tenido el sector desde el año 2002³⁷.

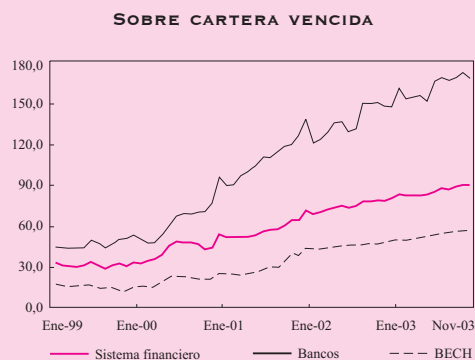
b. Riesgo de liquidez

Con el fin de tener una idea de la situación de liquidez de corto plazo de los principales intermediarios del sector, se construyó un indicador que relaciona la resta de los activos líquidos y los pasivos volátiles como proporción de la totalidad de depósitos. A medida que este indicador aumenta, la entidad posee más activos líquidos que hagan contrapeso a movimientos en los pasivos.

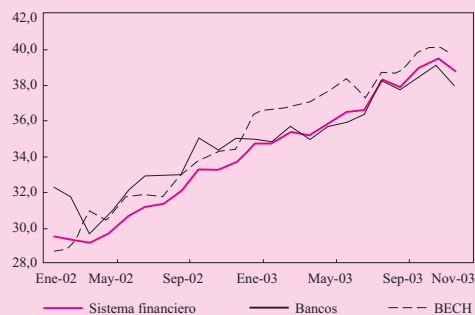
De esta manera se observa (Gráfico 59) que la liquidez continúa en niveles relativamente satisfactorios con respecto al pasado reciente tanto para los bancos comerciales como para los BECH, lo que hace difícil que se presenten problemas de liquidez en el

³⁷ Hasta el momento no existe evidencia que muestre un deterioro de la calidad de las nuevas asignaciones de cartera, lo que significa que el crecimiento de los préstamos durante el año 2003 parece no haber ido en contra de la calidad en el proceso de selección de los clientes sujetos de crédito.

GRÁFICO 58
PROVISIONES DE CARTERA
(PORCENTAJE)

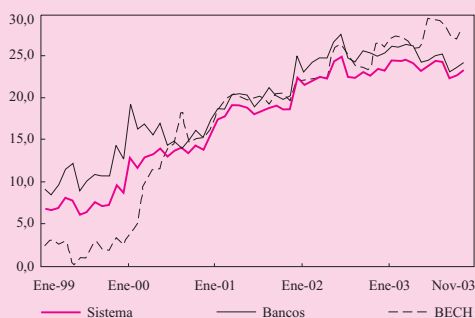


SOBRE CARTERA RIESGOSA



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 59
(ACTIVOS LÍQUIDOS - PASIVOS VOLÁTILES) /
DEPÓSITOS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

corto plazo. Cabe anotar, sin embargo, que el crecimiento del indicador durante el segundo semestre de 2003 se ha atenuado, lo que puede estar reflejando pequeñas presiones ocasionadas por la reactivación del crédito de los últimos meses.

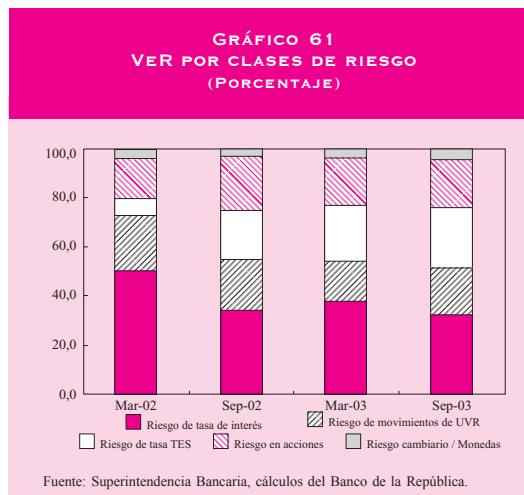
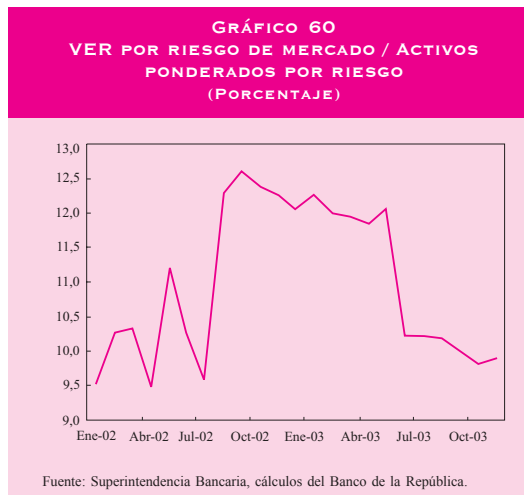
c. Riesgo de mercado

Los movimientos en los precios (tasas de interés, tasas de cambio, precios de acciones, etc.) son susceptibles de afectar la valoración de aquellos activos que se encuentran atados a ellos. Es así como las variaciones en los diferentes precios financieros pueden llegar a afectar el valor de los componentes del balance del sistema financiero (riesgo de mercado).

Con el fin de tener una medida de la exposición del sector al riesgo de mercado, la Superintendencia Bancaria implementó una medida de valor en riesgo (VER) del portafolio total de las entidades de crédito desde enero de 2002, que cuantifica las potenciales pérdidas por fluctuaciones en las tasas y precios de las diferentes posiciones en manos de las entidades de crédito.

La relación entre el VER por riesgo de mercado y el total de activos ponderados por riesgo (APR), es un reflejo de qué tan expuesta se halla la actividad de las entidades al riesgo de mercado. Es posible observar que el VER ha alcanzado valores que oscilan alrededor del 11% de los APR desde enero de 2002, cifra que se ha mantenido sin mayores alteraciones (Gráfico 60).

El Gráfico 61 ilustra cómo está compuesto el VER por riesgo de mercado discriminando entre diferentes tipos de riesgo. Es posible observar cómo el riesgo de tasa de interés del mercado monetario y



crediticio ha venido reduciendo su participación en el VER, mientras que el riesgo de mercado ocasionado por la tenencia de TES tuvo un salto permanente a raíz de la crisis en el precio de estos instrumentos en julio y agosto de 2002. En lo que respecta al riesgo en UVR y al riesgo cambiario, se puede afirmar que sus participaciones en el total de pérdidas potenciales por cambios en el mercado se han mantenido prácticamente constantes en 2002 y 2003.

RECUADRO 3
LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

En el segundo semestre de 2002 la economía colombiana presenció un breve período de pérdidas significativas por valoración de los portafolios de TES B. Tal suceso puso en evidencia la importancia del monitoreo de este mercado, dada la exposición al riesgo frente a estos activos por diversos agentes de la economía y en particular del sector financiero. Por tal motivo en las últimas publicaciones del *Reporte de Estabilidad Financiera* se viene realizando un análisis de la concentración, exposición al riesgo y un ejercicio de cuantificación de portafolios de los tenedores de bonos. En el presente trabajo se utiliza la misma metodología de valoración del reporte financiero de diciembre de 2002¹, aplicada al 3 de septiembre de 2003.

El Cuadro 1 R3 presenta la distribución de los saldos de TES B valorados a precios de mercado entre el sector financiero y el resto de la economía. Como se observa, a septiembre 3 de 2003 el sistema financiero tenía \$10,8 b en TES B (20,8% del total de los títulos en el mercado) comparado con los \$9,3 b de marzo, lo cual implica un aumento de \$1,5 b. Este comportamiento revierte la disminución reportada en la anterior publicación². La participación según moneda en el saldo total de TES B del sistema financiero registra un grueso de 60,9% en tasa fija, seguido de las unidades de valor real (UVR) con 27,27% y por último, los TES B de tasa variable (TV) con 11,8%³, lo cual representa un aumento de 4,4 y 1,8 puntos porcentuales, respectivamente, en la participación

CUADRO 1 R3
SALDOS DE LOS TES B VALORADOS A PRECIOS DE MERCADO (*)
(MILLONES DE PESOS)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 3 de septiembre de 2003				
Sector financiero	6.586.283	1.271.145	2.946.224	10.803.651
Bancos comerciales	6.137.451	1.199.190	2.845.208	10.181.849
Compañías de financiamiento comercial	22.754	1.605	7.987	32.346
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	3.050	0	0	3.050
Corporaciones financieras	423.028	70.350	93.029	586.407
Resto de la economía	20.412.438	11.071.065	9.520.965	41.004.468
Total	26.998.721	12.342.210	12.467.188	51.808.119
Saldos a 19 de marzo de 2003				
Sector financiero	5.518.232	696.887	2.748.249	9.330.949
Bancos comerciales	4.551.709	592.556	2.545.908	8.013.993
Compañías de financiamiento comercial	43.544	0	5.723	53.859
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	2.801	0	0	2.801
Corporaciones de ahorro y vivienda	484.744	32.995	98.525	616.263
Corporaciones financieras	435.434	71.336	98.093	644.033
Resto de la economía	17.138.446	11.418.834	9.725.645	40.605.042
Total	22.656.678	12.115.721	12.473.895	49.935.991

(*) Los TES B denominados en dólares no fueron incluidos en el ejercicio de valoración. No fue posible la construcción de una curva spot debido al tamaño reducido de la muestra.
Fuente: Banco de la República.

¹ *Reporte de Estabilidad Financiera*, diciembre de 2002, p. 68, nota 4 de pie de página. La única variación es la sustitución de la técnica de estimación de la curva spot cero cupón de Fisher, Nychka y Zevros (1994) por la de Nelson y Siegel.

² *Ibidem*, p. 56.

³ Para marzo de 2003 la participación era de 59,1%, 29,4% y 7,4%, respectivamente. Los TES B denominados en dólares no se incluyeron en el ejercicio de valoración. No fue posible la construcción de una curva spot debido al tamaño reducido de la muestra.

de TES B de tasa variable y TES B tasa fija en el portafolio total. Por el contrario los TES B denominados en UVR disminuyeron su participación en 2,13 puntos porcentuales. La anterior disminución puede explicarse como producto de las expectativas de inflación, los agentes parecen estar percibiendo una estabilidad en los precios, lo cual los hace disminuir su tenencia de títulos indexados.

La distribución del portafolio según denominación entre los sectores de la economía muestra una importante participación del sector financiero, por ello, resulta relevante mirar la sensibilidad de los saldos ante los cambios de la tasa de interés y en esta medida evaluar el riesgo financiero de los agentes. El Cuadro 2 R3 presenta la duración ponderada por portafolio. Como se observa, la duración de los títulos en pesos a tasa fija del sector financiero es superior a la duración promedio ponderada del total de la deuda del resto de la economía. Los datos implican una mayor sensibilidad del sistema financiero ante los cambios en la tasa de interés nominal, dado que los títulos de tasa fija representan el 60,7% de su portafolio total. Por otro lado, la duración promedio ponderada de los TES UVR es mayor que la duración del sistema financiero e igual para los TES de tasa variable.

Los cambios en el valor del portafolio de los TES B dada una variación paralela a lo largo de la curva *spot* de 1% en las distintas tasas de interés, es posible calcularlos con las duraciones. A septiembre de 2003, el efecto de dicho movimiento de las tasas de interés sobre el sector financiero sería de mayor grado para los bonos denominados en pesos de tasa variable (3,93%), seguido de los TES UVR con 3,77%, y por último, los TES de tasa fija con 1,97%. Los efectos sobre el valor del portafolio del resto de la economía serían, respectivamente, 3,93%, 4,08% y 1,80%, los cuales no distan mucho del sector financiero.

CUADRO 2 R3
DURACIONES PONDERADAS POR PORTAFOLIO
(AÑOS)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 3 de septiembre de 2003				
Sector financiero	2,0	3,9	3,8	2,7
Bancos comerciales	2,0	4,0	3,8	2,7
Compañías de financiamiento comercial	2,0	4,3	3,0	2,3
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	0,9			0,9
Corporaciones financieras	2,0	3,6	3,2	2,4
Resto de la economía	1,8	3,9	4,1	2,9
Total	1,8	3,9	4,0	2,9
Saldos a 19 de marzo de 2003				
Sector financiero	2,0	3,3	4,3	2,8
Bancos comerciales	1,9	3,3	4,4	1,7
Compañías de financiamiento comercial	1,3	0,0	3,4	2,3
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	2,3	0,0	0,0	2,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	2,1	2,9	3,8	2,7
Corporaciones financieras	2,5	3,6	3,6	1,2
Resto de la economía	1,8	3,8	4,2	2,9
Total	1,8	3,7	4,3	2,9

Fuente: Banco de la República.

Las duraciones ponderadas de los títulos denominados en pesos de tasa fija y en UVR conservaron la tendencia decreciente observada a principio de año con respecto a 2002. En particular la duración de los títulos en UVR bajó más en el sector financiero que en el resto de la economía, 0.56 y 0.26 puntos porcentuales respectivamente. Así mismo, la duración de los títulos de tasa variable aumentó en 0,64 puntos porcentuales.

El último ejercicio que se llevó a cabo para el presente reporte fue calcular un escenario posible de resultados. Con este fin se realizó un ejercicio de cuantificación de portafolios de TES B para todos los sectores, valorando todo a precios de mercado y suponiendo que el acervo y la distribución de estos títulos no variaron entre las dos fechas indicadas para poder aislar el efecto del cambio en las tasas de interés. El Cuadro 3 R3 resume los resultados del ejercicio y presenta las ganancias por valoración de TES B ante un cambio de la curva *spot* entre marzo 19 y septiembre 3 de 2003. En el cuadro se observa que con el cambio ocurrido en las tasas entre marzo y septiembre la economía hubiera tenido ganancias por \$1,3 b, cifra bastante significativa, más aún comparada con las pérdidas calculadas en el anterior reporte (\$25 mm para el total de la economía). Por su parte, las ganancias del sector financiero ascenderían a \$274 mm.

Las cifras favorables reportadas en el ejercicio pueden explicarse a partir de tres hechos fundamentales. El primero, las mejores perspectivas en el frente inflacionario por parte del público, debidas principalmente a las lecturas positivas en los datos de la inflación en la última parte del año, han eliminado las presiones negativas sobre el mercado y han aumentado de manera importante la demanda de TES. Segundo, la coyuntura del referendo y la reforma tributaria no han tenido un efecto significativo sobre el comportamiento de los agentes, la demanda no se ha visto negativamente afectada como habría de esperarse por esa vía. Tercero, la revaluación del dólar durante 2003 ha generado una sustitución en los portafolios de los agentes de los activos en dólares por TES, aumentando de esta forma no sólo la demanda sino la confianza en el mismo mercado. Estos tres efectos explican, en gran medida, las ganancias reportadas por valoración.

CUADRO 3 R3
GANANCIAS POR VALORACIÓN DE TES B ANTE UN CAMBIO EN LA CURVA SPOT
ENTRE EL 19 DE MARZO Y 3 DE SEPTIEMBRE DE 2003
(MILLONES DE PESOS)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Sector financiero	208.648	38.284	27.212	274.145
Bancos comerciales	193.670	36.358	26.693	256.721
Compañías de financiamiento comercial	656	56	34	746
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	16	0	0	16
Corporaciones financieras	14.306	1.870	485	16.661
Resto de la economía	560.924	334.155	101.368	996.446
Total	769.572	372.439	128.580	1.270.591

Fuente: Banco de la República.

4. Solidez patrimonial

La solvencia de las entidades de crédito continuó en niveles del 13% en lo corrido del segundo semestre de 2003 (Gráfico 62). De esta manera, es posible afirmar que el sector cuenta con una solidez patrimonial suficiente para enfrentar nuevos riesgos³⁸ sin incumplir con el requisito de solvencia del 9%.

5. Conclusiones

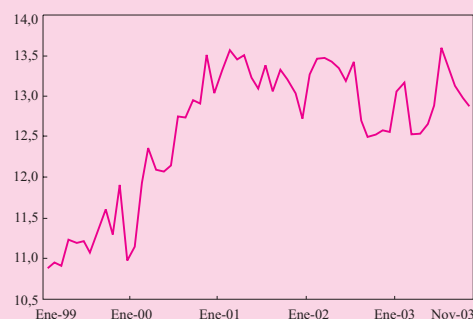
✘ Las entidades de crédito siguen mostrando un comportamiento satisfactorio en materia de otorgamiento de crédito en el segundo semestre de 2003, tal como lo venía haciendo desde mediados de 2002. Con excepción del crédito de vivienda, todas las modalidades de préstamos han contribuido a que se consolide dicha reactivación. El análisis por tipo de entidad muestra una reactivación del crédito en la banca extranjera y una desaceleración en la banca pública.

✘ Esta dinámica es consistente con un incremento de la absorción en la economía durante 2003. En el caso del sector público, la tendencia hacia un mayor endeudamiento no es nueva. Sin embargo, en el caso del sector corporativo privado, se aprecia una renovada tendencia dirigida a contraer nuevas obligaciones con el sistema financiero como resultado de un mayor deseo de incrementar su gasto, pero sobre todo, como consecuencia de la recomposición de una parte de su pasivo.

✘ Adicionalmente, el conjunto de entidades de crédito sigue mostrando niveles de rentabilidad patrimonial y del activo acordes con períodos de relativa estabilidad financiera. A lo largo de 2003 la rentabilidad

³⁸ Es necesario resaltar que a partir de enero de 2004, la exigencia de capital por riesgos de mercado ponderará por el 100% del total del VER y no por el 80% como es actualmente. Esto supone que, manteniendo todo lo demás constante, el sistema como un todo debería incrementar su patrimonio técnico en cerca del 2% para mantener los niveles de solvencia inalterados.

GRÁFICO 62
RELACIÓN DE SOLVENCIA, TOTAL SISTEMA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

continuó su ascenso debido principalmente a una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera e inversiones), a mayores márgenes financieros, y a una evolución positiva del precio de los títulos de deuda pública que se encuentra en su poder.

✘ La mayor rentabilidad del sistema y niveles de liquidez de corto plazo adecuados, junto con la estabilidad en los precios registrada durante el año, permitieron que el otorgamiento del crédito reseñado, se haya dado en un contexto de tasas de interés razonablemente bajas.

✘ Por otra parte, los establecimientos de crédito continúan evidenciando reducciones generalizadas en los distintos riesgos inherentes a su negocio. Adicionalmente a este hecho, los adecuados niveles de patrimonio, aseguran una solidez patrimonial capaz de seguir expandiendo el negocio crediticio en el corto plazo.

✘ Buena parte de las mejoras en la percepción del riesgo de contraparte está asociada con una mejora en los principales indicadores de sus deudores privados. En el caso del sector corporativo, se aprecia un incremento en sus niveles de rentabilidad y menores indicadores de endeudamiento total. En el caso de los hogares, tanto los indicadores de ingresos como los de precios de activos mejoraron. Pese a esto, en

promedio, el sector de hogares parece no decidirse a incrementar de manera importante su endeudamiento ni su gasto en la misma proporción que el resto de deudores.

✘ En el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior se señalaba que la calidad de los activos del sistema financiero con el sector público se había visto favorecida por el buen comportamiento de las tasas de interés, a pesar de que los indicadores de sostenibilidad fiscal no habían mejorado radicalmente. Esta situación sigue siendo vigente en la medida en que el proceso de disminución de la tasa de interés de la deuda pública ha continuado, y el comportamiento de los indicadores de sostenibilidad ha presentado una desaceleración pero no un quiebre en su tendencia.

✘ El mejor comportamiento relativo de los indicadores de sostenibilidad de deuda pública ha dependido de la evolución en el tipo de cambio, que a su vez, se relaciona con la confianza en la solidez de la deuda pública. Por esta razón es importante reiterar la necesidad de un ajuste en las finanzas públicas que reafirme la confianza de los mercados y evite una pérdida de valor en los activos domésticos que empeore las condiciones de sostenibilidad de la deuda pública.

✘ Mientras no cambie el buen entorno externo ni el buen crecimiento de los depósitos registrado en el

último año, no van a presentarse faltantes en las fuentes de financiamiento del activo del sistema que causen problemas de liquidez en el mediano plazo. Sin embargo, en una eventualidad diferente, el ajuste del sector público se haría aún más necesario para evitar que éste entre a competir por recursos líquidos con el sistema financiero, y así evitar posibles presiones de liquidez.

✘ Por todo lo anterior, es posible apreciar que persiste una disposición tanto del sistema financiero a continuar ofreciendo nuevos créditos, como de los agentes (sobre todo de las empresas) a seguir endeudándose. Esto hace prever que, por lo menos en el corto y el mediano plazos, el crédito continuará aumentando.

✘ En síntesis, el negocio crediticio ha seguido incrementando su dinámica durante el año 2003. Pese al aumento en los desembolsos, la evidencia recogida hasta ahora, no hace prever que el sistema se encuentre en un proceso de recalentamiento que ponga en peligro la estabilidad financiera. Esta afirmación se deriva del hecho que, si bien, se ha registrado un crecimiento importante en los activos y la cartera del sistema y en la absorción de la economía, ni sus acervos ni su dinámica alcanzan aún niveles atípicamente altos que puedan desencadenar una burbuja financiera.



TEMAS SOBRE
ESTABILIDAD FINANCIERA

EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO COLOMBIANO

POR: CAMILO ZEA G.*

La banca hipotecaria ha sufrido choques en los últimos años como ningún otro segmento del sistema financiero. Como resultado de estos, se ha generado una dinámica en el sector que lo ha llevado a revisar progresivamente sus esquemas de fondeo de créditos sobre hipotecas. En particular, los bancos hipotecarios han iniciado esfuerzos para reducir su dependencia del fondeo de corto plazo, dándole mayor cabida a recursos de largo plazo y en la misma unidad de tasa de remuneración del activo. Esto les ha permitido, una reducción parcial en su exposición a movimientos en las tasas de interés, aunque heterogénea entre los diferentes bancos.

Lo anterior ha motivado la inclusión de una nueva sección en el *Reporte de Estabilidad Financiera*, tendiente a analizar y hacer seguimiento del proceso de transición del sistema de fondeo hipotecario. En particular, se presenta un panorama del mercado, desde el punto de vista de las titularizaciones de cartera y la emisión de bonos hipotecarios, reglamentados, respectivamente, por el Decreto 1719 de 2001 y las resoluciones 223 y 775 de 2002 de la Superintendencia de Valores.

I. TITULARIZACIÓN HIPOTECARIA

En lo corrido del año 2003 la Titularizadora Colombiana adelantó dos procesos de titularización de cartera hipotecaria por un total de \$780.000 m, representados en cartera adquirida a Granahorrar, Davivienda, Colmena y Bancafé. Con la última emisión, la Titularizadora ha completado la adquisición

de \$1,8 b en hipotecas del mercado primario, correspondientes al 13,7% del total de la cartera hipotecaria del país¹.

En la última titularización (del 20 de noviembre de 2003) se colocaron en el mercado \$328.000 m en títulos (comúnmente conocidos como TIP) respaldados por créditos hipotecarios adquiridos a los bancos Granahorrar, Davivienda y Bancafé, de los cuales el 33% corresponde a hipotecas de vivienda de interés social (VIS) y el 67% restante a obligaciones diferentes de VIS.

La estructura *Senior/Subordinada*² de los TIP emitidos por la Titularizadora está dividida en tres *tranches* (o tramos), de los cuales el principal corresponde a los títulos A, de calificación AAA otorgada por Duff and Phelps de Colombia, y los tramos B y C son *subordinados* (con calificaciones A y CCC, respectivamente). El tramo C debe ser comprado por los bancos vendedores de la cartera, con el objeto de

* El autor es profesional experto del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Se agradece a Andrés Restrepo de la Titularizadora Colombiana y a Andrés Aristizábal del Banco Colpatria la colaboración en el análisis y la provisión de los datos. Las opiniones aquí contenidas son de responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan la posición del Banco de la República y/o de su Junta Directiva. Los errores corresponden al autor.

1 En la cartera total nacional se incluye aquella de los establecimientos bancarios, cooperativas, el Fondo Nacional del Ahorro y Fogafin.

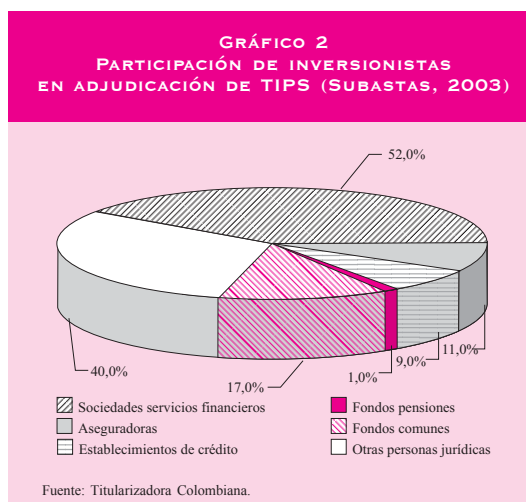
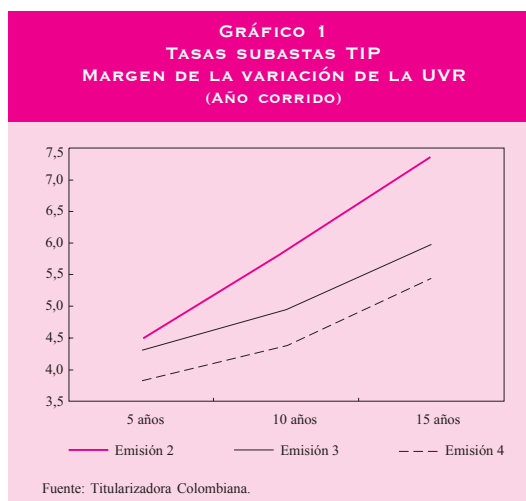
2 En este tipo de estructura de titularización, la parte subordinada ofrece un colchón de seguridad que absorbe un porcentaje importante del riesgo crediticio y de prepago, de manera tal que el tramo principal de la colocación corresponde a títulos de muy bajo riesgo.

desincentivar el riesgo moral implícito en la selección de los créditos que se titularizan por parte de estas entidades, dada la naturaleza asimétrica de la información sobre los deudores entre ellas y el conductor titularizador. Igualmente, este esquema controla el riesgo moral que existe en la administración de la cartera titularizada.

Los TIP emitidos como resultado de estos procesos de titularización se han colocado con plazos al vencimiento de cinco, 10 y 15 años, con tasas de rentabilidad que se han venido reduciendo en todos los plazos con respecto a las colocaciones anteriores. Más aún, la reducción de tasas no sólo se evidencia en el menor nivel de la estructura de plazos de cada colocación, sino además, en la pendiente de la misma (Gráfico 1)³. Esta caída secular en el nivel de las tasas de colocación de las emisiones de la Titularizadora sugiere un aumento gradual en la confianza de los inversionistas institucionales en este tipo de papeles, que ha aumentado el apetito del mercado para absorberlos. Así mismo, la liquidez de estos papeles ha aumentado de manera importante, como se muestra más adelante, gracias a diversos factores como el sistema de liquidez ofrecido por el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH) y la buena evolución del riesgo crediticio de la cartera titularizada.

En términos de distribución de las adjudicaciones en las dos subastas de TIP efectuadas en 2003, el 70% de cada una de las emisiones se colocó bajo la modalidad de *underwriting* en firme entre las propias entidades financieras originadoras de la cartera hipotecaria titularizada, las cuales, como se dijo, deben adquirir el *tranche* C en cualquier caso. El 30% restante de cada emisión se colocó entre inversionistas institucionales, de los cuales las sociedades de servicios financieros muestran la participación mayor con 52%, seguidas de los fondos comunes con 17% y las entidades aseguradoras con 11% (Gráfico 2).

³ Es así como, por ejemplo, el costo de la colocación de títulos a 15 años se redujo en 193 puntos básicos entre la segunda y la cuarta emisiones.



Aunque sorprende a primera vista la baja participación de las administradoras de fondos de pensiones dentro de las adjudicaciones de TIP, dado su carácter de ahorradoras de largo plazo y que estos papeles se ajustan de manera natural a sus necesidades de cobertura, un análisis detallado del entorno de las AFP demuestra que esa tímida participación tiene sustento en una distorsión tributaria.

En efecto, los fondos administrados por las AFP se encuentran, por ley, exentos de cualquier gravamen al que los fondos manejados por otros intermediarios financieros y carteras colectivas están sujetos en condiciones normales. De otro lado, los

títulos y bonos hipotecarios reglamentados, respectivamente, por el Decreto 1719 de 2001 y las resoluciones 223 y 775 de 2002 de la Superintendencia de Valores, contienen una exención tributaria en renta para las emisiones anteriores a diciembre de 2005.

Para una AFP que, como se dijo, no paga impuestos por la compra o venta de títulos, resulta más rentable, por ejemplo, un TES B UVR que un papel hipotecario, dado que en ambos casos está exenta de pagar impuestos, pero el segundo contiene una rentabilidad más baja por tener implícita la exención de ley.

Hacia el futuro, es previsible que las AFP aumenten las tenencias de papeles hipotecarios en sus balances, una vez se coloquen las emisiones que no cuentan con la exención, a partir de enero de 2006. Infortunadamente, la convivencia de títulos con y sin el derecho de exención tributaria, generarán oportunidades de arbitraje regulatorio. En ese sentido, es preciso que las autoridades de supervisión inicien el análisis pertinente de este fenómeno, para diseñar las políticas que lo contrarresten.

Por último, es preciso aclarar que si bien los bancos hipotecarios han adquirido un poco más del 70% del total de emisiones de los TIP, es decir, \$1,3 b aproximadamente, este monto ha venido descendiendo no sólo por cuenta de los prepagos y los vencimientos normales de la cartera titularizada, sino, además, por las ventas de estos títulos en el mercado secundario. Por razón de lo anterior, las tenencias de TIP por parte de los bancos hipotecarios alcanzan hoy \$1,1 b. Esta tendencia decreciente es importante, en la medida en que disminuye la exposición al riesgo de tasa de interés en que incurren los bancos hipotecarios al comprar los títulos que soportan su propia cartera o la de sus pares. Aunque resulta lógico que los bancos hipotecarios vendedores de la cartera compren parcialmente las emisiones de títulos para darle un espaldarazo inicial al proceso de titularización, esto no resulta óptimo ya que, por el contrario, los compradores de

los títulos deben ser otros inversionistas institucionales diferentes, como es el caso de los fondos de pensiones o las aseguradoras. Es probable que en futuras emisiones de títulos la participación de los bancos dentro de la colocación se reduzca, para darles paso a otros compradores, especialmente luego de la extinción de la exención tributaria a partir de enero de 2006. Como se sugirió anteriormente, el mercado hipotecario secundario deberá iniciar un proceso de transformación a partir de ese momento, en línea con los demás mercados de este tipo en el mundo.

A. Evolución del riesgo crediticio y de prepago de la cartera titularizada

En general, el buen comportamiento de la calidad de la cartera titularizada ha sido, junto a unos altos niveles de prepago por parte de los deudores hipotecarios, las principales características de las titularizaciones adelantadas hasta la fecha. Al observar el comportamiento de la cartera titularizada para las emisiones de títulos hipotecarios realizadas en 2002, se encuentra que desde su inicio éstas han mostrado tasas de morosidad sustancialmente inferiores a las esperadas dentro del proceso de estructuración (Gráfico 3).

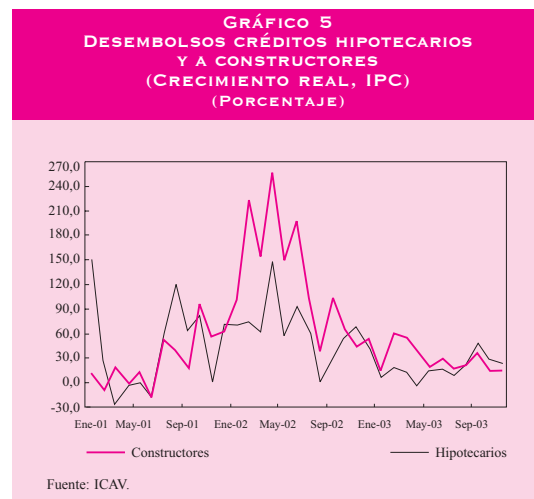
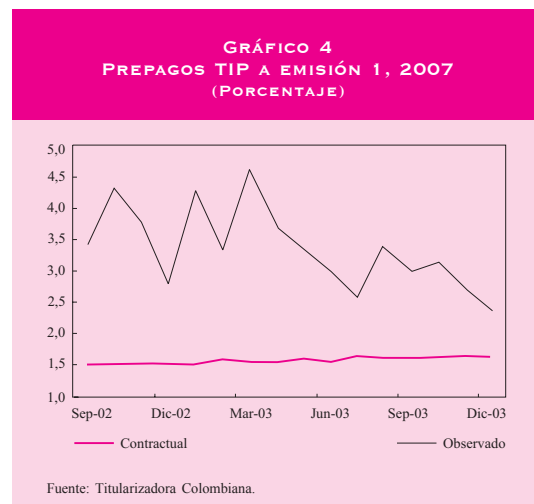
La explicación de lo anterior se deriva no sólo de una mejora en la actividad económica y del buen comportamiento de la inflación, sino, además, del afán de la mayoría de intermediarios hipotecarios por mejorar sus sistemas de cobro y el seguimiento cuidadoso de los créditos vigentes, fruto igualmente de las mejoras en los mecanismos de supervisión y medición de riesgos⁴. Este acotamiento del riesgo crediticio explica, en parte, la caída en las tasas de subastas de los TIP.

⁴ El endurecimiento del esquema de provisiones, al igual que los nuevos requerimientos de capital por riesgos de mercado (VER) y el modelo de riesgo crediticio (SARC), puestos en práctica por parte de la Superintendencia Bancaria en los últimos dos años, son responsables en buena medida de la evolución positiva de estos indicadores.

De otro lado, las altas tasas de prepago por parte de los deudores hipotecarios han conducido a que los inversionistas en títulos hipotecarios también hayan observado prepagos del capital superiores a las amortizaciones establecidas en los contratos de los TIP. Tomando como ejemplo el título hipotecario emitido en mayo de 2002 (primera emisión) con vencimiento en mayo de 2007, se pueden observar tasas de amortización mensuales que han oscilado entre 3% y 4%, en tanto que, contractualmente, esta tasa se encuentra en 1,5% (Gráfico 4).

Este comportamiento de los prepagos es generalizado en el sistema y no sólo se circunscribe a la cartera

titularizada hasta ahora. Lo anterior se refleja en la caída secular que muestran los saldos de cartera hipotecaria, pese al auge en la construcción y a los altos niveles de desembolsos de créditos. Por una parte, el PIB de la construcción creció en términos reales 16%, 5,4% y 11,31% (variaciones porcentuales anuales) en los tres primeros trimestres del año, respectivamente. Por su parte, los desembolsos de créditos hipotecarios crecieron mensualmente un promedio de 17% entre enero y noviembre de 2003, en tanto que los desembolsos a constructores crecieron mensualmente 29% en promedio durante el mismo período (Gráfico 5), aunque vale aclarar que, en número, ambos rubros han caído durante el último año (Gráfico 6).



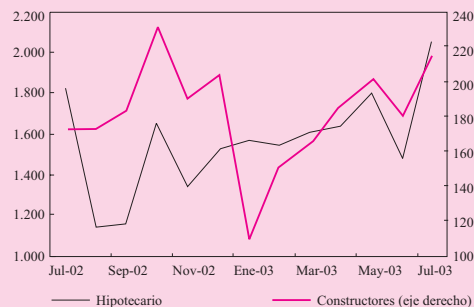
No obstante, salvo un corto repunte entre septiembre de 2002 y mayo de 2003, la cartera a constructores ha disminuido fuertemente desde enero de 2000. Por su parte, la cartera hipotecaria ha sufrido una caída secular desde enero de 2000, a tasas cada vez mayores (gráficos 7 y 8).

Lo anteriormente expuesto sugiere que la cartera se está rotando a una velocidad mayor que la esperada, fenómeno que resulta consistente con los altos ritmos de prepago observados en la cartera titularizada.

La explicación a los altos niveles de prepagos tiene varias aristas. Por una parte, el déficit de construcción del período de 1999 a 2002 llevó a muchos hogares a aplazar su decisión de adquirir bienes raíces, a cambio de otras inversiones. Una vez reactivada la construcción hacia mediados de 2002, las compras de vivienda se financiaron en porcentajes bajos como proporción del valor del inmueble, por lo cual los créditos han podido repagarse a velocidades mayores. Por otra parte, la existencia de las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC), que gozan de un incentivo tributario equivalente a un descuento en la base gravable de renta de hasta 30% por concepto de amortizaciones a créditos hipotecarios, han generado un incentivo al prepago. Esta exención subsidia los prepagos a capital, generando una tasa de financiación hipotecaria efectiva menor que la contractual.

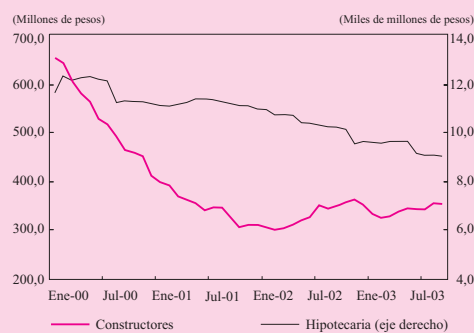
Finalmente, un elemento adicional que ha impedido una mejor aproximación de los prepagos esperados, se deriva de la inexperiencia de la industria en el manejo de los modelos diseñados para este fin. Dado que el valor de un papel hipotecario depende crucialmente de los prepagos futuros (además, claro está, del riesgo crediticio y de mercado), es indispensable contar con modelos estadísticos sofisticados para realizar tales pronósticos. En países con mercados secundarios de hipotecas desarrollados, la inversión en este tipo de modelos es cuantiosa. Por ello, es previsible que a medida que el mercado secundario hipotecario en Colombia madure, se observe esfuerzo mayor de la industria y los conductos

GRÁFICO 6
NÚMERO DE CRÉDITOS DESEMBOLSADOS A
CONSTRUCTORES E HIPOTECARIOS



Fuente: ICAV.

GRÁFICO 7
CARTERA HIPOTECARIA Y A CONSTRUCTORES
(REAL, IPC)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 8
CARTERA HIPOTECARIA Y A CONSTRUCTORES
(CRECIMIENTO REAL, IPC)
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

titularizadores por financiar investigaciones dirigidas a mejorar el poder predictivo de los modelos disponibles, en línea con la experiencia internacional.

Se puede concluir que los altos niveles de prepago han impedido que las tasas de subastas de TIP hayan bajado aún más, dado el aumento en las primas por este concepto.

B. Liquidez de los títulos hipotecarios

A pesar de que el mercado secundario de títulos hipotecarios es aún incipiente, en 2003 se observó un incremento en los montos negociados de esta clase de títulos respecto a 2002. En el sistema transaccional, mercado electrónico colombiano (MEC), los títulos hipotecarios han promediado negociaciones mensuales de alrededor de \$200.000 m en 2003 frente a \$100.000 m en los últimos meses de 2002 (Gráfico 9). En este aumento importante de la liquidez de los TIP radica, en parte, la caída en las tasas de subastas de los mismos.

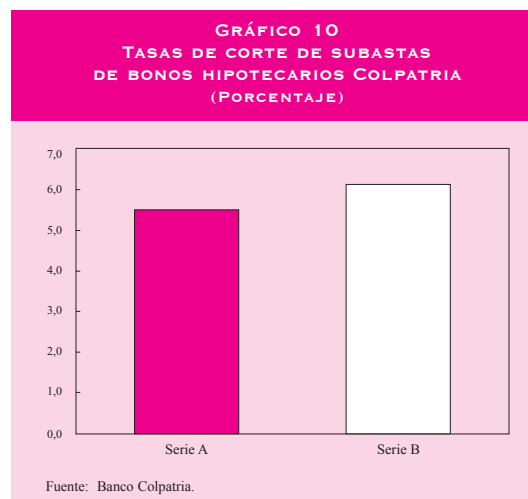
Por otra parte, y como se mencionó anteriormente, el FRECH creado por la Ley de vivienda 546 de 1999, estructuró recientemente una operación de transferencia temporal de valores para darle mayor liquidez a los TIP, a través de *swaps* de estos por TES B, por espacios cortos de tiempo (hasta de una semana).

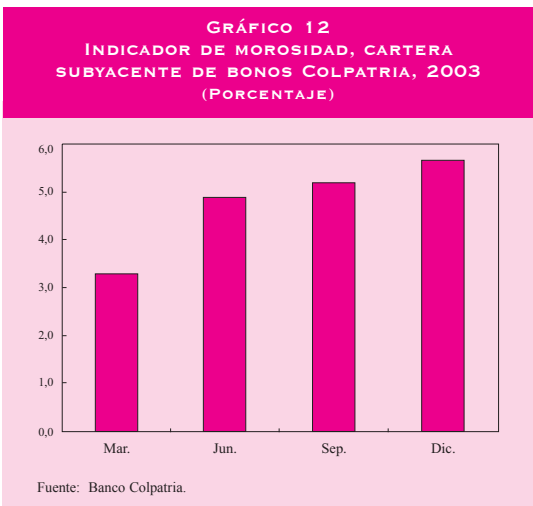
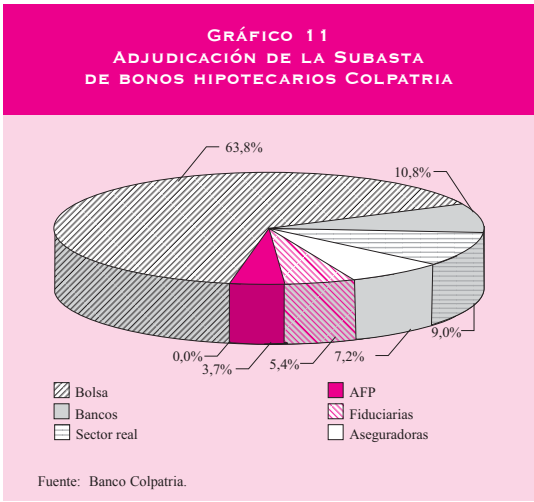
Estas operaciones tendrían como objeto darle la oportunidad al tenedor del TIP de acudir al Banco de la República para acceder a operaciones Repos. Si bien el mecanismo no ha entrado en vigor, se encuentra listo para ello y por consiguiente, las próximas emisiones de títulos incluirán en su precio esta posibilidad.

II. BONOS HIPOTECARIOS

Los bonos hipotecarios han sido poco usados *vis à vis* los títulos, ya que la única emisión por \$140.000 m corresponde al Banco Colpatria. Esta emisión se dividió en dos series: La primera, denominada “A”, a un plazo de cinco años y la segunda, llamada “B”, a ocho años. Ambas series tienen calificación AAA otorgada por Duff & Phelps.

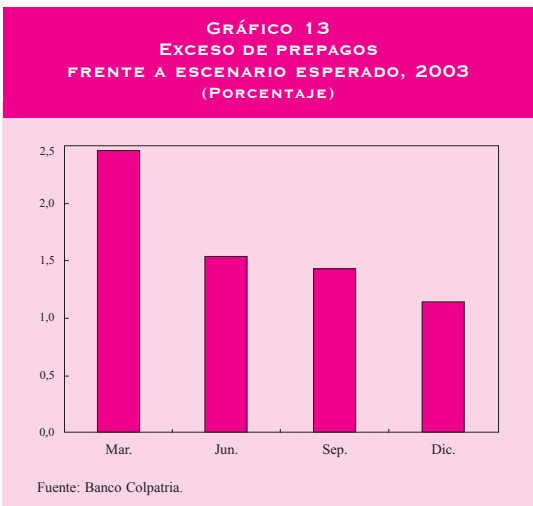
Al igual que en el caso de los títulos hipotecarios, las tasas de corte de las subastas de ambas series han sido moderadas (Gráfico 10) y los compradores de los papeles provienen de diversos sectores. Nuevamente, se resalta la baja participación de las AFP, por la distorsión tributaria que se explicó en el caso de los títulos hipotecarios. Por otro lado, firmas comisionistas de bolsa absorbieron más del 60% de la emisión (Gráfico 11)





A. Evolución del riesgo crediticio y de la cartera soporte de los bonos hipotecarios

Al igual que en el caso de los títulos hipotecarios, la evolución del riesgo de crédito de esta cartera ha sido favorable, en tanto que los prepagos han superado las expectativas iniciales. El Gráfico 12 muestra la evolución del indicador de morosidad de las hipotecas que soportan los bonos hipotecarios Colpatría. A pesar de que aumentó del primero al segundo trimestre de 2003, se mantuvo estable alrededor del 5%, en un nivel más bajo que el esperado en los escenarios planteados antes de la emisión.

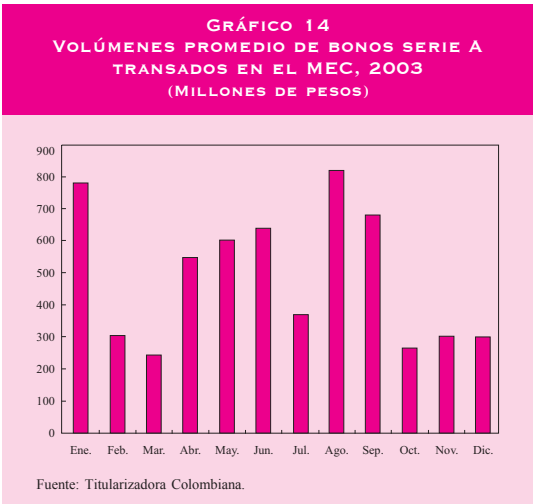


Por su parte, el Gráfico 13 muestra la evolución del exceso de prepagos, frente al escenario esperado. A pesar de mostrar una tendencia decreciente, éste se ha situado, en promedio, alrededor del 1,5%.

Tanto las razones que motivan un comportamiento tal de los prepagos como del riesgo crediticio, parecen ser comunes a aquellas presentadas en la sección anterior para los TIP y por este motivo, se dejan a un lado.

B. Liquidez de los bonos hipotecarios

La liquidez de los bonos hipotecarios ha sido relativamente baja, debido a que sólo se hizo una emisión. El Gráfico 14 muestra el volumen promedio de



transacciones de la serie A en el MEC. A pesar de que los montos de transacción mensuales son bajos, es posible que algunas operaciones no se registren por esta vía y se transen en el mercado “*Over the Counter*” (OTC) en una proporción importante.

III. CONCLUSIONES

El presente anexo al *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2004, recoge la información referente al mercado hipotecario secundario y expone un análisis breve de su evolución en los últimos meses.

Para los títulos hipotecarios emitidos por la Titularizadora Colombiana, el año que terminó fue de un dinamismo importante, por cuanto se realizaron colocaciones de las emisiones tres y cuatro (en julio y noviembre, respectivamente) por \$780.000 m, para completar \$1,8 b en hipotecas compradas al mercado primario, correspondientes al 13,7% del total de la cartera hipotecaria del país.

La mayor liquidez de estos papeles, que en el año 2003 promediaron un volumen de transacciones mensuales en el MEC de \$200.000 m, el doble que lo registrado en 2002, unido al buen comportamiento en términos del riesgo crediticio de la cartera subyacente, han tenido un impacto positivo en las tasas de corte de las subastas de colocación. Es así como, por ejemplo, los títulos emitidos a 15 años redujeron sus tasas de colocación, de la segunda a la cuarta emisión, en 193 puntos básicos.

No obstante, los prepagos han superado en buena medida los niveles esperados (en parte también por fallas en los modelos de pronóstico), golpeando la rentabilidad de los tramos subordinados de las emisiones. Entre las posibles razones que subyacen a este comportamiento adverso de los prepagos está el

represamiento de la demanda durante los años en que la construcción se detuvo, dando lugar a un ahorro que a posteriori financió gran parte de los proyectos, quedando un remanente pequeño, fácil de prepagar ante la incertidumbre que aún genera el nuevo sistema de indexación atado a la UVR. Por otra parte, las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción, se han constituido en un mecanismo de subsidio para prepagos de capital.

Por su parte, los bonos hipotecarios han tenido una evolución similar a sus homólogos derivados de las titularizaciones. En términos del comportamiento de los créditos que los respaldan, el riesgo crediticio ha sido menor que el esperado, mientras que el de prepago ha superado las expectativas.

La liquidez de estos papeles ha sido relativamente baja debido a que sólo ha habido una emisión, aunque es probable que una buena parte de los bonos se transen en el mercado OTC.

Finalmente, dada la posibilidad que ofrece el FRECH para realizar operaciones de transferencia temporal de valor por medio de *swaps* de papeles hipotecarios por títulos del gobierno nacional, la liquidez tanto de TIP como de bonos hipotecarios se ha incrementado en alguna medida.

El futuro del mercado secundario de hipotecas en Colombia es promisorio. El apetito de los inversionistas ha aumentado gradualmente, y se espera que a partir de la desaparición de la exención tributaria en 2006, los papeles hipotecarios empiecen a ser demandados agresivamente por sus compradores naturales, i. e., los fondos de pensiones. Igualmente, las mejoras en la medición de precios de vivienda, el refuerzo de leyes de liquidación de activos hipotecarios por delincuencias y la sofisticación de modelos de pronóstico de riesgos crediticios y de prepago, son elementos que ayudarán a fomentar el uso de fondeo de hipotecas a través del mercado de capitales.

EFICIENCIA EN LA BANCA: UN RECUENTO DE LA LITERATURA PARA EL CASO COLOMBIANO

POR: MICHEL JANNA G.*

El estudio sobre el desempeño y la eficiencia del sector bancario ha tenido importantes avances durante las últimas tres décadas. El gran número de trabajos sobre el tema¹ se justifica, en buena parte, por la trascendencia que tiene el buen funcionamiento del sistema financiero en la economía en general. Concretamente, su papel como canalizador de recursos hacia sectores productivos donde la liquidez es relativamente escasa, su función como motor del sistema de pagos, e incluso su rol como promotor del crecimiento de largo plazo son razones de peso que incentivan la investigación acerca de la eficiencia de su estructura productiva.

Este interés no ha sido ajeno en el caso de la banca colombiana, aunque el volumen de estudios es aún reducido, si se compara con el de los países desarrollados. Desde 1983 y hasta 2003 el número de trabajos sobre la estructura de costos del sistema financiero supera difícilmente la decena. En el presente recuento nos concentraremos en algunos estudios que hayan contribuido públicamente con la discusión sobre el tema de la eficiencia bancaria en el país.

Cuando se habla de eficiencia en la banca, es necesario hacer una distinción entre dos conceptos: la eficiencia en productos y la eficiencia en el uso de insumos.

El primero está relacionado con la posibilidad de que la firma bancaria esté produciendo ya sea niveles óptimos de producto (eficiencia de escala), y/o una combinación óptima de varios productos (eficiencia de alcance). La medición del nivel de ineficiencia resultaría de la comparación entre los costos que se obtienen por el nivel de producción actual y aquellos que se tendrían en un nivel óptimo de producción.

El segundo tiene que ver con la capacidad de la firma de usar eficientemente sus insumos para producir una cantidad dada de producto. La ineficiencia en la utilización de los insumos hace referencia a: 1) la posibilidad de emplear más insumos de los necesarios para producir un nivel determinado (ineficiencia técnica), y 2) la posibilidad de usar una combinación equivocada de insumos en dicha producción (ineficiencia asignativa). Estos dos tipos de eficiencia en el uso de los insumos se denominan eficiencia-X. Para medirla, el procedimiento más común es determinar una función que describa la mejor práctica posible de la industria. Esto equivale a estimar una frontera eficiente (una función de mínimo costo, por ejemplo), que permita comparar qué tan desviada está cada una de las firmas de ese “comportamiento ideal”.

Es posible clasificar los estudios colombianos en dos grandes categorías que responden a un criterio tanto cronológico como temático. El primer grupo está compuesto de publicaciones realizadas entre 1983 y 1996, dedicadas a la medición de economías de escala en el sector financiero colombiano. Se destacan, en este grupo, los estudios de Bernal y Herrera (1983), Suescún (1987) y Ferrufino (1991). El trabajo de Suescún y Misas (1996) marca la transición entre los estudios

* El autor es profesional especializado del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones aquí contenidas son de responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan la posición del Banco de la República y/o de su Junta Directiva.

¹ Para una lista de los estudios sobre eficiencia bancaria en varios países, véase Berger y Humphrey (1997).

sobre eficiencia de escala y aquellos que tratan la eficiencia en el uso de insumos (también llamada eficiencia económica o eficiencia-X).

Desde entonces (de 1996 a 2003), las investigaciones en la banca colombiana se han concentrado casi exclusivamente en la búsqueda de mediciones de eficiencia económica. Esto se debe posiblemente a que la liberalización financiera de la década de los noventa redujo de manera importante las barreras a la entrada del sector que generaban distorsiones en términos de costos hundidos y competencia. De esta manera se hace más interesante el estudio de la estructura productiva de la banca en términos de su habilidad para utilizar de la mejor forma posible (en términos de costos) sus insumos, en lugar de los documentos que simplemente se concentraban en estudiar la posición de la industria frente a su curva de costos medios (escala de producción).

I. EFICIENCIA DE ESCALA (ECONOMÍAS DE ESCALA Y ALCANCE)

La literatura sobre economías de escala (EE) en la banca colombiana comienza con el estudio de Bernal y Herrera (1983). La idea del estudio se basa en la

estimación de una función de costos de tipo Cobb-Douglas para la industria bancaria, en donde se pueda cuantificar la elasticidad de los costos a cambios en el nivel de producto. El estudio muestra la existencia de economías de escala para el año 1981 (Cuadro 1).

Por el supuesto utilizado para la construcción de la función de costos, la forma de la curva de costos medios estimada no tiene forma de “U”, sino que es una función monótona decreciente. Según este resultado, las economías de escala no se agotarían nunca, y no existiría una escala óptima de producción, pues siempre se podrían ahorrar costos incrementando marginalmente el nivel de producto. Dado lo anterior, no es posible calcular un nivel de ineficiencia de escala, pues no se puede comparar el nivel actual de producción de cada banco con un óptimo.

Suescún (1987) y Ferrufino (1991) actualizaron y mejoraron las estimaciones de Bernal y Herrera (1983), utilizando formas funcionales más flexibles para modelar los costos operativos, y considerando productos bancarios diferentes a la cartera de créditos (Cuadro 1). Los resultados obtenidos son similares para la banca comercial. Sin embargo, estos estudios tampoco obtuvieron curvas de costos medios con mínimos para estos intermediarios, por lo que fue imposible determinar un nivel óptimo de producción.

CUADRO 1
MEDICIONES DE ECONOMÍAS DE ESCALA 1/

Estudio	Período de estudio	Productos	EE	EEA ^{2/}
Bernal y Herrera (1983)	1981	Cartera de créditos	0,93	
Suescún (1987)	1983 y 1986	Número de cuentas activas y pasivas	0,71	0,83
Ferrufino (1991)	1986-1988	Número de cuentas activas	0,61	0,82
		Número de cuentas activas y pasivas	0,67	
Suescún y Misas (1996)	1989-1995	Cartera de créditos	0,78	1,06
Castro (2001)	1994-1999	Cartera de créditos	0,76	
		Inversiones	0,18	

1/ Las mediciones anteriores aplican únicamente para bancos comerciales.

2/ Economías de escala ampliadas (EEA): EE que tienen en cuenta la expansión de la producción.

CUADRO 2
CARACTERIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA DE LA BANCA COLOMBIANA

Estudio	Insumos	Productos
Suescún Misas (1996)	Capital físico, trabajo	Acervo de crédito
Castro (2001)	Capital físico, depósitos, trabajo	Acervos de crédito e inversiones
Badel (2002)	Capital financiero, trabajo	Acervos de crédito e inversiones
Janna (2003)	Capital físico, depósitos, trabajo	Acervos de crédito e inversiones
Estrada y Osorio (2003)	Capital físico, depósitos, trabajo	Acervos de crédito, inversiones, depósitos en otros intermediarios

El único trabajo que se sobrepone a la limitante descrita anteriormente es el de Suescún y Misas (1996). En este estudio, se usó una especificación de la función de costos de la banca de tipo *translog*, y se modeló el sistema bancario como un conjunto de firmas que usan capital físico y trabajo con el fin de producir acervos de cartera de créditos (Cuadro 2). La función de costos incluyó además el número de sucursales y una tendencia temporal con el fin de cuantificar el cambio tecnológico en los costos.

Este estudio mide la ineficiencia de escala al comparar la diferencia en costos unitarios de producir la cantidad observada de crédito de cada entidad y el correspondiente costo medio mínimo cuando esta entidad opera con su número de sucursales y los precios de los factores corresponden a los precios promedio del sector. Los resultados revelan que la ineficiencia de escala es baja, pues la operación en un nivel de producción socialmente óptimo sólo representa un ahorro del 3,2% de los costos operativos. De igual forma, Suescún y Misas (1996) corroboran la existencia de economías de escala simples, pero no la de economías de escala que involucren la apertura de nuevas oficinas (Cuadro 1).

II. EFICIENCIA ECONÓMICA (EFICIENCIA ASIGNATIVA Y EFICIENCIA TÉCNICA)

La primera medición de la ineficiencia-X en la banca colombiana fue realizada por Suescún y Misas

(1996). Utilizando el enfoque de frontera gruesa², estos autores usan una muestra semestral de 22 bancos entre 1989 y 1995, lo que les permite encontrar que la ineficiencia X explica cerca del 27% del total de los costos operativos en la banca comercial (Cuadro 3).

Cabe resaltar, sin embargo, que este trabajo no considera los costos financieros dentro de la estructura de costos de la banca. Por esta razón, la medida de ineficiencia hallada desconoce la mayor parte (cerca del 66,2%) de los costos totales, lo que tiende a subestimar el grado de ineficiencia económica.

El estudio de Castro (2001) utiliza un enfoque de intermediación que caracteriza la actividad productiva de la banca. Desde este enfoque la actividad bancaria consiste en utilizar depósitos, capital físico y trabajo (tres insumos) y producir acervos de créditos y/o inversiones (dos productos). Este enfoque considera entonces los costos financieros al mismo tiempo que los operativos en la estimación de la función de costos, permitiendo así una medición más acertada de la eficiencia en el uso de los insumos.

² El enfoque de “frontera gruesa” propone dividir el total de entidades financieras en diferentes grupos de acuerdo con su desempeño histórico en términos de gastos administrativos sobre activo. Así, es posible separar los bancos “eficientes” de los “ineficientes”. Una vez hecho esto, se procede a estimar una frontera de costos para cada grupo. Las diferencias en costos entre grupos se consideran ineficiencias, mientras que los residuales de la regresión de cada grupo se interpretan como ruido aleatorio.

CUADRO 3
MEDICIONES DE EFICIENCIA ECONÓMICA

Estudio	Período de estudio	Metodología 1/	Promedio eficiencia-X
Suescún Misas (1996)	1989-1995	TFA	73%
Castro (2001)	1994-1999	DFA	49%
Badel (2002) 2/	1998-2000	DFA	73%
Janna (2003)	1992-2002	SFA	34%
Estrada y Osorio (2003)	1989-2003	SFA	28%

1/ TFA: frontera gruesa; DFA: distribución *free approach*; SFA: frontera estocástica.

2/ La frontera de costos estimada incluye bancos de Costa Rica, Colombia y México. Los datos reportados corresponden al promedio de los bancos colombianos.

La metodología de estimación utiliza un panel de datos no-balanceado de 30 bancos para el período comprendido entre enero de 1994 y diciembre de 1999. En este estudio, se encuentra que la eficiencia relativa en costos del sector bancario colombiano es del 55,2% en promedio, lo cual supone que en ausencia de ineficiencia-X, los bancos podrían reducir sus costos en cerca del 44% produciendo las mismas cantidades de cartera e inversiones.

Badel (2002), por su parte, busca ampliar los estudios sobre la eficiencia-X de la banca colombiana, realizando comparaciones con otros sistemas bancarios de América Latina. Para esto, el autor estima una función de costos común para la banca colombiana, mejicana y costarricense, utilizando información de 54 bancos entre los años 1998 y 2000. Al modificar el enfoque de intermediación usado por Castro (2001), este estudio no considera el capital físico como un insumo relevante para la producción de acervos de créditos e inversiones. En su lugar, se establece como insumo fijo el capital financiero, por considerarlo una fuente de recursos alternativa para la financiación de estos productos.

Los resultados de Badel (2002) revelan que la eficiencia promedio es bastante homogénea entre países, aunque existe una alta dispersión en el interior de cada país. En promedio, a lo largo del período de estudio, la banca más eficiente es la de Costa Rica con un indicador de 77% frente a la colombiana

(73%), y a la mejicana (66%). Sin embargo, se encuentra que la banca colombiana es más eficiente que la mejicana y la costarricense a lo largo del último año estudiado (año 2000).

Por la metodología utilizada, los tres estudios anteriores sólo pudieron medir la ineficiencia en términos relativos al banco o grupo de bancos más eficientes, es decir que, por construcción, supusieron que la entidad con los menores costos por producto representa la mejor práctica posible de la industria. Desde este enfoque se desconoce que dicha entidad “más eficiente” puede estar desperdiciando también recursos con respecto a una frontera óptima de costos.

Más recientemente, el estudio de Janna (2003) y el de Estrada y Osorio (2004) han buscado superponerse a la limitante anterior con el fin de obtener estimadores de ineficiencia absoluta y no relativa al banco con la mejor práctica.

Con una caracterización de la actividad bancaria similar a la utilizada por Castro (2001), y con base en información de 28 entidades de crédito durante el período comprendido entre 1992 y 2002, Janna (2003) estima una frontera estocástica de costos para la industria bancaria colombiana. El estudio encuentra que el sistema bancario presenta actualmente un indicador de eficiencia cercano al 43% (34% para el promedio del período), lo que supone una amplia posibilidad de reducción de costos (Cuadro 3).

Estrada y Osorio (2004), por su parte, utilizan información comprendida entre 1989 y 2003 de diferentes intermediarios financieros con el fin de construir una frontera de costos para la totalidad del sistema financiero. Usando una estimación de la frontera de costos similar a la de Janna (2003), los autores encuentran que, para el promedio de bancos, el indicador de eficiencia es el más bajo de los estudios hasta la fecha (28%).

III. EVOLUCIÓN A LO LARGO DEL TIEMPO DE LA EFICIENCIA ECONÓMICA

Tanto Castro (2001) como Badel (2002) y Janna (2003) buscaron medir la evolución de la eficiencia bancaria a lo largo del tiempo encontrando, en la mayoría de los casos, resultados similares que favorecen la conclusión sobre progresos importantes en materia del ahorro en costos a lo largo de la década de los noventa.

Castro buscó cuantificar el impacto de diferentes fusiones y adquisiciones sobre la eficiencia de las entidades involucradas, para el período de 1996 a 1999. Los resultados muestran que, en promedio, dichas reorganizaciones tuvieron un impacto negativo en términos de eficiencia, aunque un análisis detallado de cada caso revela resultados mixtos. Por ejemplo, en los casos de privatización y adquisición por parte de agentes extranjeros, las entidades mostraron mejoras posteriores en eficiencia, mientras que en los casos de oficialización de la banca el resultado fue negativo. En promedio para toda la banca (tanto la que tuvo reorganizaciones como la que no) la mejora en eficiencia fue del 10,3% entre 1994 y 1999.

Badel (2002) por su parte, construye indicadores de eficiencia que varían en el tiempo con el fin de observar la evolución en eficiencia bancaria de cada uno de los países estudiados. El análisis revela que la banca colombiana ha mostrado algunas mejoras. En efecto, para el primer semestre de 1998, la banca

colombiana aparece como la menos eficiente comparada con la mejicana o costarricense, mientras que para el último semestre de 2000, registra el mejor indicador entre los tres países.

Finalmente, Janna (2003) busca cuantificar los progresos en eficiencia entre 1992 y 2002 con el fin de identificar los principales motores de dichas mejoras. El autor encuentra que la eficiencia promedio de la banca mejoró en 63% (17 puntos porcentuales) entre los años considerados. Sin embargo, el estudio constata que dicho avance no es constante durante todo el tiempo, pues se ve interrumpido por el período de crisis financiera (1998-1999).

De igual forma, Janna (2003) muestra que los progresos en eficiencia registrados entre 1992 y 1998 se deben en su mayoría a cambios en las condiciones generales del mercado que afectan a toda la banca por igual (desregulación, ciclo económico, desconcentración del mercado), mientras que las mejoras ocurridas después de 2000, se deben a variables en control de cada banco. Janna (2003) concluye entonces que este cambio en las variables que impulsan la eficiencia da soporte a la hipótesis de que la crisis tuvo un “efecto disciplinador” en el manejo de costos de la banca, pues desligó los adelantos en eficiencia de las mejoras en las condiciones de entorno, y le otorgó relevancia a algunas variables con más control por parte de cada banco.

IV. DETERMINANTES DE LA EFICIENCIA ECONÓMICA

Los trabajos de Castro (2001) y Badel (2002) buscan explicar los niveles de eficiencia a través de variables propias de cada banco (tipo de propiedad, tipo de producto, y otras características de la entidad). En el caso del primero, la inclusión simultánea de todas las variables relevantes en una única regresión no arroja ningún coeficiente significativo en términos estadísticos. Sin embargo, a medida que se

CUADRO 4
DETERMINANTES DE LA EFICIENCIA-X EN LA BANCA COLOMBIANA

Variables	Estudio		
	Castro (2001)	Badel (2002)	Janna (2003)
Propiedad	Extranjera Pública	No significativa Negativa	Positiva No significativa
Características de la entidad	Tamaño Oficinas ROA ROE Solvencia	Negativa Positiva Positiva	Positiva Negativa Positiva Positiva
Tipo de producto	Deterioro crediticio Calidad producto % de cartera comercial	Negativa Positiva	Negativa Negativa Positiva
Entorno / Condiciones del mercado	Carga regulatoria Ciclo económico Concentración		Negativa Negativa Negativa

realizan regresiones con menos variables es posible encontrar algunas relaciones significativas (Cuadro 4). Para el segundo, todas las variables utilizadas fueron significativas en una sola regresión.

Janna (2003), no sólo intenta explicar la eficiencia-X de la banca en términos de variables que caracterizan a cada banco, como los dos estudios mencionados, sino que incluye adicionalmente algunas variables que describen las condiciones generales del mercado (entorno) y que tienen un comportamiento igual para todos los bancos. La inclusión de estas variables generales a toda la industria arroja resultados interesantes pues es posible establecer que tanto la carga regulatoria, como el ciclo económico y la concentración del mercado afectan de manera negativa la eficiencia (Cuadro 4).

V. OTROS TIPOS DE EFICIENCIA

La eficiencia en beneficios es otra manera de caracterizar el comportamiento de una firma. Al igual que en el caso de la eficiencia en costos (eficiencia eco-

nómica), la idea de esta medición es comparar la situación de un banco frente a una frontera óptima de beneficios (una función que describa la mayor cantidad de beneficios que puede realizar una entidad financiera sujeta a las características de su industria).

En un mercado perfectamente competitivo, la ineficiencia en costos o en beneficios, deberían ser equivalentes. Sin embargo, en presencia de algún tipo de poder de mercado, las firmas pueden enfrentar niveles óptimos de beneficios sin que estén trabajando al mínimo costo. De esta forma, la comparación de indicadores de eficiencia en beneficios con aquellas sobre eficiencia en costos puede dar luces acerca de la estructura del mercado bancario.

La única medición de eficiencia en beneficios para el sector financiero colombiano, fue realizada por Estrada y Osorio (2004). Concretamente, en el caso de los bancos comerciales, la eficiencia en beneficios estimada ronda el 50%, es decir que en promedio, las entidades podrían duplicar sus beneficios si operaran de manera óptima. Al comparar este indicador con la estimación de la eficiencia en costos de

estos autores, es posible constatar que la eficiencia en beneficios resulta mayor a la eficiencia en costos. De igual forma, se encuentra que no existe una relación alta entre las medidas de eficiencia en costos y en beneficios de cada intermediario. Estos hechos reflejan, a juicio de los autores, que existe algún poder de mercado en el sector bancario colombiano.

VI. CONCLUSIONES

Los estudios sobre economías de escala y alcance para la industria bancaria colombiana se llevaron a cabo en su mayoría en la década de los ochenta y principios de los noventa. En términos generales, los resultados favorecieron la idea acerca de la existencia de economías de escala en la banca para estos periodos. Sin embargo, la falta de estudios para la segunda mitad de los años noventa y el periodo posterior al año 2000, no permiten concluir que las EE persistan en la actualidad.

En lo que se refiere a la eficiencia en el uso de insumos, es posible afirmar que los estudios son pocos y los resultados son bastante más heterogéneos que en el caso del estudio de las EE. En efecto, las mediciones sobre la eficiencia en costos para la banca son bastante sensibles a las formas funcionales de los costos, a las variables elegidas como insumos y productos, a la muestra utilizada, y a las metodologías de estimación³.

Si bien los estimadores de eficiencia se ubican en un rango relativamente amplio (entre 28% y 73%), existe todavía potencial para manejar de una manera más eficiente los costos de los bancos colombianos. Este potencial es inclusive mayor que el de los países desarrollados, en donde la situación de la banca se encuentra más próxima a su frontera eficiente⁴. Cabe resaltar, sin embargo, que los bancos colombianos han comenzado a explotar esta capacidad para mejorar la gestión de costos en los últimos años, tal como lo muestran los estudios que han medido la evolución temporal de dicha eficiencia.

Finalmente, existe alguna evidencia de que la eficiencia en los bancos colombianos se encuentra influenciada tanto por factores característicos a cada entidad (tipo de propiedad, niveles de capital financiero, tipo de negocio, tamaño de la red de oficinas), como por factores de entorno que afectan de manera conjunta a todo el sector (carga regulatoria, ciclo económico, concentración del mercado, crisis financieras). Por esta razón, tanto las autoridades regulatorias como los administradores de los bancos, tienen en sus manos las principales herramientas para continuar mejorando la eficiencia bancaria colombiana.

³ Berger y Mester (1997).

⁴ Berger y Humphrey (1997) muestran que los estudios para los Estados Unidos estiman un nivel de eficiencia económica que se encuentra entre 61% y 95%.

REFERENCIAS

- Badel, A. (2002). "Sistema Bancario Colombiano: ¿Somos eficientes a nivel internacional?", en *Archivos de Economía*, DNP, Documento 190.
- Berger, A.; Humphrey, D. (1997). "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", en *The Wharton Financial Institution Center*, mayo.
- _____; Mester, L. (1997). "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?", en *The Wharton Financial Institution Center*, abril.
- Bernal, O.; Herrera, S. (1983). "Producción, costos y economías de escala en el sistema bancario colombiano", en *Ensayos Sobre Política Económica*, Banco de la República, No. 3.
- Castro, C. (2001). "Eficiencia-X en el sector bancario colombiano", en *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, No. 48, septiembre.
- Estrada, D.; Osorio, P. (2004). "Efectos del capital financiero en la eficiencia del sistema bancario colombiano", Mimeo, próximo a publicarse.
- Ferrufino, A. (1991). "Reestimación y ampliación de la evidencia sobre las economías de escala en el sistema financiero colombiano", en *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, No. 19.
- Janna, M. (2003). "Eficiencia en costos, cambios en las condiciones generales del mercado, y crisis en la banca colombiana: 1992-2002", en *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 260.
- Suescún, R. (1987). "Nueva evidencia sobre economías de escala en la banca colombiana", en *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, No. 12.
- _____; Misas, M. (1996). "Cambio tecnológico, ineficiencia de escala e ineficiencia-X en la banca colombiana", en *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 59.

Este reporte fue preparado por la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República, editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del Departamento de Comunicación Institucional, e impreso por ?????????? en enero de 2004.