



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

JULIO DE 2003

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISBN-1692 - 4029

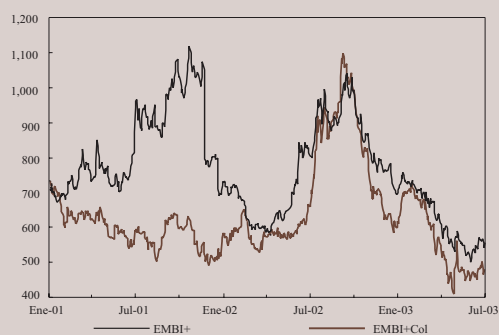
RESUMEN Y CONCLUSIONES

- ✖ En el anterior *Reporte de Estabilidad Financiera* se mostraba un mejoramiento de las condiciones de solvencia, tanto de los establecimientos de crédito, como de las empresas y hogares, que son la principal contraparte del sistema dentro del sector real. Específicamente, en dicho informe se mostraba cómo se había recuperado la solvencia del sistema financiero y se habían normalizado las condiciones financieras de sus principales clientes. En este contexto, estaban dadas las condiciones institucionales para intensificar las relaciones crediticias entre el sistema financiero y el sector real.
- ✖ De acuerdo con lo anterior, durante el último trimestre del año 2002 y los primeros meses de 2003 se presentó una reactivación importante del crédito en la economía.
- ✖ Hay que resaltar que la mayor dinámica de crédito se ha dado conjuntamente con la continuación del mejoramiento de la calidad de los balances del sistema financiero y de sus clientes privados.
- ✖ A continuación, se muestran las características del entorno macroeconómico que más afectan al sistema financiero, los principales aspectos de la evolución y riesgos de sus principales clientes, y las tendencias y riesgos del balance del sistema.

EVOLUCIÓN DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

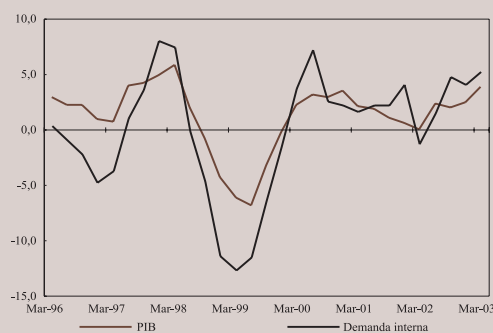
- ✖ En lo referente al contexto internacional, el hecho más destacado durante los últimos meses es la mejor percepción respecto a la región, en un momento en que se ha debilitado el ambiente económico mundial. Aunque el bajo desempeño de las economías desarrolladas tiene un impacto negativo sobre las exportaciones de los países de América Latina, las bajas tasas de interés de los países desarrollados generan ventajas a los países de la región para atraer flujos de capital. Así mismo, la región se ha beneficiado de la mayor claridad en torno al manejo de la política económica de Brasil. Esto ha llevado a que tanto Colombia como sus países vecinos tengan actualmente mejores perspectivas de acceso a las fuentes de financiamiento externo (Gráfico 1), lo que resulta positivo teniendo en cuenta que en años recientes uno de los principales determinantes de la estabilidad de los mercados financieros internos ha sido el entorno externo.
- ✖ Por su parte, el gasto interno, que afecta tanto la demanda de crédito como la capacidad de pago de los sectores no transables, registró un aumento importante desde el segundo trimestre del año pasado y los primeros meses del presente. Como se observa en el Gráfico 2, la demanda interna ha sido más dinámica que el PIB durante los últimos meses. El aumento de esta demanda se debió, en buena parte, al ambiente favorable que mejoró la confianza, permitiendo mantener un nivel bajo y estable de tasas de

GRÁFICO 1
SPREAD DEL EMBI PLUS PARA COLOMBIA
(PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO REAL DEL PIB Y DEMANDA INTERNA
MARZO DE 1996-MARZO DE 2003
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

interés. Así mismo, este comportamiento de la demanda interna es el resultado del aumento del empleo urbano que incrementa el consumo agregado. Por ahora, no existen razones que permitan prever que este comportamiento se va a revertir en el futuro próximo.

✘ En lo referente al campo fiscal, aunque la exposición del sistema financiero ante la deuda pública se redujo, su nivel sigue siendo alto, por lo que la estabilidad financiera depende de forma importante de lo que suceda en esta área. Si bien los mercados han mejorado su percepción frente a la deuda del Gobierno, es importante que se continúe el proceso de ajuste fiscal para que se consolide esta percepción.

✘ Finalmente, la demanda externa se deterioró durante el año 2002, comportamiento que continuó durante el primer trimestre del presente año. Esta tendencia afectó el desempeño de la mayor parte de las exportaciones. Aunque las cifras disponibles no permiten concluir que esto haya afectado el desempeño de las empresas productoras de bienes transables, de continuar esta tendencia podrían presentarse riesgos para el sistema financiero, derivados de la exposición de estas empresas.

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

Sector corporativo privado

✘ La exposición del sistema financiero ante el sector corporativo privado aumentó durante el año 2002 y el primer trimestre de 2003, luego de reducirse de forma sistemática entre 1997 y 2001.

✘ El aumento de la cartera privada ha coincidido con un mejoramiento de su calidad. Esto lleva a pensar que podría haber una mayor disposición a prestar por parte del sistema financiero en el futuro cercano.

✘ Las perspectivas de desempeño económico por parte del sector privado han venido mejorando sistemáticamente, lo que indicaría que la demanda de crédito seguiría aumentando en el corto plazo.

✖ Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores son consistentes con la mayor capacidad de pago de las firmas. Los indicadores de rentabilidad y liquidez han mejorado sistemáticamente.

✖ Tanto los niveles de presión financiera como los de endeudamiento se han incrementado, debido, en buena parte, al efecto de la devaluación, lo que mostraría una mayor exposición al tipo de cambio. No obstante, es conveniente hacer dos salvedades: primera, hay que indicar que el comportamiento en cuanto al endeudamiento externo del total del sector privado no es consistente con el de este grupo de empresas; segunda, en los últimos seis meses las empresas de la muestra han cubierto parte de este riesgo mediante inversiones en moneda extranjera. Sin embargo, a partir de la información disponible no es posible cuantificar la exposición neta.

Hogares

✖ La exposición del sistema financiero ante los hogares se ha mantenido relativamente constante durante el último año, como lo muestran los acervos de cartera destinada a este sector y su participación en el total de activos del sistema financiero. Esta dinámica coincide con un crecimiento elevado de la cartera de consumo y la pobre dinámica de la cartera hipotecaria durante este período, lo que ha provocado que los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) hayan perdido participación como prestamistas de los hogares, cediéndole esta participación a los bancos comerciales y a las compañías de financiamiento comercial (CFC).

✖ Continúa el proceso de mejoramiento de la calidad de la deuda de los hogares que se evidencia desde finales del año 2000. Algunos factores que podrían estar explicando dicha mejora son: la evolución positiva de los ingresos salariales en el último semestre de 2002 y el primer trimestre de 2003, la reactivación del empleo durante los meses de abril y mayo de 2003, y el comportamiento creciente que ha tenido el precio de la vivienda en lo corrido del año.

✖ Pese a lo anterior, las perspectivas sobre el futuro endeudamiento de los hogares no están todavía claras, tal como lo muestra el índice de confianza del consumidor. Esto se manifiesta en el hecho que aún no se evidencia una clara tendencia a adquirir bienes que usualmente se financian con créditos tales como los bienes raíces, a pesar de pequeños progresos observados en abril y mayo de 2003.

Sector público no financiero

✖ La exposición directa del sistema financiero ante la deuda pública se redujo entre diciembre de 2001 y marzo de 2003, luego de haber presentado una tendencia ascendente desde mediados de la década de 1990. Este comportamiento fue común para los bancos comerciales y los BECH.

✖ Resulta positivo el hecho que recientemente han mejorado las condiciones financieras de la deuda pública. Así mismo, ha mejorado la percepción que tienen los mercados acerca de la solvencia del Gobierno, lo que se ve reflejado en una reducción de los "spreads" de la deuda pública externa y menores tasas para la deuda pública interna, lo cual ha mejorado los resultados de las entidades financieras, respecto al último Reporte.

✘ Aunque ha seguido aumentando el acervo total de deuda del SPNF durante el primer trimestre del año 2003, su ritmo de crecimiento se redujo. Este comportamiento se debe principalmente al Gobierno Central, que sigue siendo el principal deudor dentro del sector público.

✘ De acuerdo con todo lo anterior, parecería que el riesgo que representa la deuda del sector público para el sistema financiero se ha reducido durante los últimos meses. Queda pendiente observar el comportamiento de la colocación de deuda del SPNF en los próximos meses. De acuerdo con las necesidades de financiamiento interno del Gobierno, es posible que pueda revertirse esta tendencia.

✘ La deuda territorial se redujo durante 2002 y los primeros tres meses de 2003. En términos generales, la exposición se ha moderado y la calidad de la deuda ha mejorado. El riesgo más importante continúa siendo el endeudamiento del Valle del Cauca, a pesar de haber presentado un avance positivo en su relación ingresos-deuda.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO

✘ El sector financiero ha comenzado a exhibir crecimientos importantes en su cartera de créditos, como no se había visto desde antes de la crisis de 1998 a 1999. Esta reactivación del crédito es más clara en el caso del microcrédito, en los créditos de consumo y en los comerciales.

✘ De otra parte, las inversiones en manos del sector financiero han tenido una recuperación importante, luego del episodio de "estrés" del mercado de TES ocurrido en julio y agosto de 2002. Buena parte de esta recuperación se debe a la compra de títulos hipotecarios resultantes de procesos de titularización de cartera de vivienda y a la recuperación de los precios de los TES.

✘ La tendencia hacia el mejoramiento de la rentabilidad, reseñada en el Reporte anterior, se fortaleció durante los últimos meses. Por esta razón, actualmente, el sistema presenta niveles de rentabilidad acordes con períodos de relativa estabilidad financiera. Sin embargo, cabe notar que existen diferencias sustanciales en el desempeño de las entidades nacionales y de las extranjeras, puesto que estas últimas mostraron indicadores inferiores en términos de utilidades, respecto al promedio del sistema. Hasta finales de 2002, buena parte de esta diferencia se puede explicar por una posición más conservadora de los bancos extranjeros en la asignación de sus activos, que los llevó a reducir sus utilidades.

✘ De igual manera, las mediciones de riesgo crediticio continuaron con su senda descendente del último año. En efecto, la proporción de cartera vencida sobre cartera bruta alcanzó su nivel más bajo desde 1998. Este hecho ha sido común a todos los tipos de crédito, con excepción de los créditos de vivienda, que aún exhiben una proporción elevada de cartera vencida. En el caso del cubrimiento de cartera frente al riesgo de crédito, los niveles actuales de provisiones aseguran un nivel de cubrimiento elevado en términos históricos, lo que reduce la vulnerabilidad de los establecimientos de crédito frente a situaciones de materialización del riesgo crediticio.

✘ Es de crucial importancia para el sistema que se mantenga la buena asignación de la cartera, por lo que hay que monitorear especialmente la evolución de las nuevas asignaciones de crédito haciendo énfasis en los segmentos que presentan elevados crecimientos del acervo de cartera.

✘ Todos los indicadores de liquidez presentan niveles adecuados durante el presente año, pese al aumento de la cartera, lo que parece indicar que no se prevén problemas de liquidez para el sistema financiero en el corto plazo.

✘ Actualmente se están empezando a observar tendencias que pueden afectar la liquidez en el mediano plazo. El mayor crecimiento de la cartera y las necesidades de financiamiento interno del Gobierno Central requerirán un crecimiento dinámico de los depósitos hacia el mediano plazo, probablemente superior al observado hasta mayo, puesto que de lo contrario, podrían presentarse presiones estructurales de liquidez. A su vez, esta presión se vería reducida en la medida en que se mantenga la incipiente entrada de capitales y transferencias observada durante mayo y junio.

✘ Dado todo lo anterior es posible afirmar que la mayor dinámica del crédito observada es consecuencia de la consolidación de varios factores tanto de demanda como de oferta. De una parte, los altos niveles de liquidez, junto con los bajos niveles de riesgo crediticio, y niveles adecuados de patrimonio, han fomentado la oferta de crédito. De otra, la incipiente reactivación económica asociada con mejores expectativas hacia el futuro, sobre todo por parte de las empresas, han presionado la demanda. Cabe destacar que tal combinación de factores tan favorables a la dinámica del crédito no se registraba desde el período anterior a la crisis de 1998 a 1999.

Junta Directiva del Banco de la República

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

JULIO 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

Juan Pablo Arango Arango

José Eduardo Gómez González

Michel Janna Gandur

Diana Soledad Leal Jiménez

Jimmy Martínez Correa

Oscar Gonzalo Martínez Amaya

Santiago Muñoz Trujillo

Fernando Pineda García

CONTENIDO

I.	DEUDA BRUTA Y EVOLUCIÓN DE LOS DEUDORES	15
A.	DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL	15
B.	DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO	17
II.	SISTEMA FINANCIERO	47
A.	EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL BALANCE	47
B.	RENTABILIDAD	50
C.	EXPOSICIÓN A RIESGOS	51
D.	CONCLUSIONES	54
TEMAS ESPECIALES SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA		
	<i>DETERMINANTES DE FRAGILIDAD EN LAS EMPRESAS COLOMBIANAS</i> OSCAR MARTÍNEZ A.	64
	<i>EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS ADMINISTRADORES DE FONDOS DE PENSIONES</i> JUAN PABLO ARANGO A.	75

DEUDA BRUTA Y EVOLUCIÓN DE LOS DEUDORES

A. DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL¹

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 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 siguió creciendo de forma acelerada, siendo jalonada especialmente por el incremento en el endeudamiento interno y el efecto precio sobre la deuda externa generado por la devaluación. Durante los primeros tres meses del año 2003 se ha moderado el crecimiento de la deuda, fundamentado en el menor endeudamiento público interno.

El Cuadro 1 muestra la evolución de la deuda bruta del sector no financiero entre 1998 y marzo de 2003. Como se observa, la deuda agregada del sector real creció de forma importante durante el año 2002, registrando una tasa de crecimiento de 10,6% en términos reales, tasa muy superior a la promedio anual observada entre diciembre de 1998 e igual mes de 2001, que fue de 4,5% real.

El crecimiento importante durante 2002, al igual que en los años anteriores, corrió por cuenta del sector público no financiero (SPNF), cuya deuda aumentó 15,1% en términos reales. Tanto el componente interno como el externo de esta deuda crecieron de modo marcado. A nivel interno, la deuda creció 16,2% en términos reales. A nivel externo, la deuda creció 14% en términos reales como consecuencia de una reducción de 2,4% en la deuda en dólares y un aumento en la devaluación².

La deuda del sector privado no financiero creció 4,7% en términos reales, hecho que resulta importante, puesto que desde 1998 la deuda de este sector venía decreciendo. La deuda interna aumentó 1,5% real. Por su parte, la deuda externa en dólares aumentó 9,1% real, resultado de una contracción de la deuda en dólares de 6,7% y la devaluación.

Durante los primeros tres meses del presente año, la deuda agregada del sector no financiero creció a una tasa anualizada de 2,6% real. El crecimiento de la deuda del sector público fue de 2,6% real anualizado derivado de una reducción de la deuda interna de 5,7% anualizado y de un crecimiento de 10,8% anualizado de la externa. El crecimiento de esta última se registró tanto por el efecto de la devaluación como por un aumento de la deuda en dólares³.

¹ La información contenida en esta sección es de carácter provisional para 1999 y 2000, y preliminar para 2001, 2002 y 2003.

² La devaluación nominal entre diciembre de 2001 e igual mes de 2002, basada en la tasa representativa del mercado de fin de período, fue de 25%.

³ Como ya se anotó, la devaluación nominal entre diciembre de 2001 e igual mes de 2002, basada en la tasa representativa del mercado de fin de período, fue de 25%.

CUADRO 1
DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL, 1998-2003

Año	Sector público no financiero				Sector privado no financiero				Deuda total
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna 1/	Externa 2/	Total	Externa	
	Billones de pesos			millones de US\$	Billones de pesos			millones de US\$	
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	51,6	22,6	74,2	14.665,9	122,6
1999	30,6	32,9	63,5	17.547,1	49,0	27,4	76,4	14.624,5	139,9
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	43,8	31,3	75,2	14.061,5	159,3
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	44,6	32,7	77,3	14.273,6	178,8
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	48,5	38,2	86,6	13.428,0	211,5
2003 3/	64,1	65,7	129,9	22.214,8	50,1	40,0	90,1	13.586,1	219,9
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		36,7	16,1	52,8		87,3
1999	20,2	21,7	41,9		32,3	18,1	50,4		92,3
2000	24,1	24,0	48,1		25,1	17,9	43,0		91,1
2001	26,9	27,0	54,0		23,7	17,4	41,1		95,1
2002	31,1	30,6	61,8		24,0	18,9	42,8		104,6
2003 3/	30,6	31,3	61,9		23,9	19,1	43,0		104,9

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

2/ Incluye arrendamiento financiero.

3/ Información a marzo de 2003 salvo para deuda externa privada, cuyo dato es a febrero valorado en pesos a la TRM de fin de marzo del citado año.

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

Por su parte, durante el primer trimestre de 2003 la deuda del sector privado aumentó 2,6% real anualizado, ya que la deuda interna se mantuvo constante en términos reales y la externa creció 5,8% real anualizado. Al igual que en el sector público, el crecimiento de la deuda externa se debió tanto al incremento en las cantidades como al efecto de la devaluación.

Al analizar el comportamiento del endeudamiento privado hay que tener en cuenta que existen fenómenos estacionales que hacen que usualmente durante el primer trimestre éste crezca menos que durante el resto del año. Por ejemplo, la cartera decreció 1,3% real durante el primer trimestre de 2003 y 3,5% real durante el primer trimestre de 2002. Esto no implica, sin embargo, que la cartera haya perdido dinámica,

puesto que en el último año (mayo de 2002 a mayo de 2003) ésta ha crecido 2,8% real, en comparación con 5,3% real que cayó entre mayo de 2001 e igual mes de 2002 (en ambos casos, sin tener en cuenta las titularizaciones).

Así mismo, la parte baja del Cuadro 1 muestra el comportamiento de la Relación Deuda / Producto interno bruto (PIB) del sector real entre 1998 y marzo de 2003. Este podría ser un mejor indicador de riesgo potencial para el sistema financiero doméstico que la simple evolución de la deuda agregada, en el sentido de que presenta el comportamiento del nivel de deuda frente al observado por parte de los ingresos de los deudores. Crecimientos acelerados de la relación entre deuda del sector real y PIB sí podrían implicar mayores niveles de riesgo para el sistema financiero

doméstico de forma directa e indirecta. Directa, en la medida en que una parte de la deuda se financia a través de cartera con el sistema financiero doméstico. Indirecta, porque a medida que aumenta la relación se incrementa la fragilidad financiera de los deudores, los cuales, ante posibles choques que afecten su solvencia o liquidez, pueden llegar a presentar dificultades de pago. En principio, los incrementos del nivel global de deuda podrían aumentar el riesgo de los acreedores, si todo lo demás (incluyendo los ingresos de los deudores) permanece constante. Sin embargo, los aumentos en el nivel de deuda pueden estar asociados con los aumentos del nivel de actividad económica que generan mayores ingresos futuros con los cuales se puede cumplir con las obligaciones.

Como se observa, la relación Deuda / PIB aumentó 9,5 puntos porcentuales durante el año 2002, situándose en 104,6% al terminar dicho año. Es decir, continuó la tendencia al aumento de este indicador, tendencia que se fortaleció durante 2002 por el aumento de la deuda del sector privado que se incrementó en 1,7 puntos porcentuales, hecho importante en la medida en que ésta venía decreciendo desde 1998. Podría decirse que luego de la recesión, que hizo que la actividad económica privada se redujera de forma importante, durante el año 2002 el sector privado se vio motivado a aumentar de nuevo sus pasivos para financiar nuevos planes de inversión. A pesar de este comportamiento el mayor responsable del incremento de la relación fue el sector público, cuyo cociente aumentó más que en los años anteriores.

Durante el primer trimestre del presente año la relación deuda / PIB del sector real de la economía siguió incrementándose, hasta registrar 104,9% en marzo. Este leve incremento se debió al ligero aumento de la relación para los sectores público y privado, fundamentado en el aumento de la deuda externa de ambos sectores por el efecto de la devaluación.

B. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

1. Sector corporativo privado

a. Crédito del sector corporativo privado con el sistema financiero

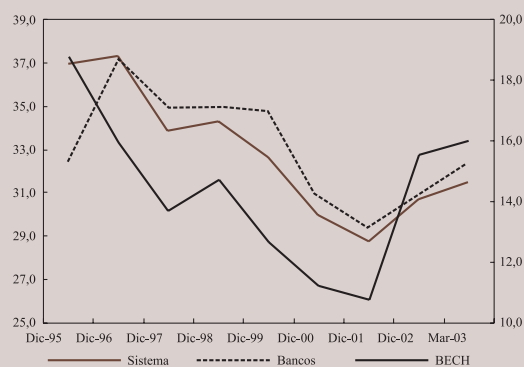
1) Exposición

La suma de cartera comercial privada, cartera de microcrédito y títulos privados en los balances de las entidades financieras, representa una aproximación al crédito otorgado al sector corporativo privado. La información que se presenta a continuación tiene como fuente la Superintendencia Bancaria (no se incluye la cartera de las instituciones oficiales especiales (IOE)).

El Gráfico 3 muestra la evolución reciente de la relación crédito al sector corporativo privado por parte del sistema financiero sobre activo de éste último.

Como se observa, luego de reducirse la exposición del sistema financiero ante la deuda del sector corporativo privado entre 1997 y el año 2001, al pasar de 36,9% a 28,7%, ésta volvió a aumentar nuevamente durante el año 2002 y el primer trimestre de 2003. En marzo de 2003, la relación registró 31,5%, porcentaje similar

GRÁFICO 3
(CARTERA COMERCIAL PRIVADA + TÍTULOS PRIVADOS) / ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

al presentado a finales de 1999. En términos de valores absolutos, el crédito al sector corporativo privado en marzo de 2003 fue de \$28,4 billones (b), lo que representa un crecimiento de 5,2% real con respecto a diciembre de 2001 (corresponde a una tasa de crecimiento anualizada de 4,1% real), cuando era de \$24,1 b.

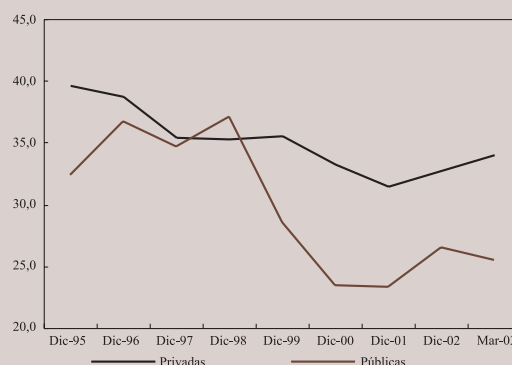
El hecho que el crédito otorgado al sector privado esté ganando nuevamente participación dentro del activo del sistema financiero, sugiere que las empresas privadas están volviendo a asumir pasivos, lo que puede estar asociado con el aumento del ritmo de actividad productiva de la economía.

Como se observa en el Gráfico 3, el aumento reciente del crédito al sector corporativo privado se ha dado tanto en los bancos comerciales como en los especializados en crédito hipotecario (BECH); ambos aumentaron su exposición ante la deuda de este sector durante el año 2002 y los primeros tres meses del presente año⁴. Resulta destacable el aumento de participación de la cartera del sector corporativo privado dentro del activo de los BECH ocurrida durante los últimos 15 meses, mayor que el de los bancos privados.

Al mirar la exposición del sistema ante la deuda del sector corporativo, por entidades financieras públicas y privadas, se observa en el Gráfico 4 que la mayor exposición corre por parte de las entidades privadas, las cuales, en marzo de 2003, tenían 34,0% de su activo expuesto ante este sector. Por su parte, la exposición de las entidades públicas es menor; en marzo de 2003, 25,5% de su activo estaba destinado a crédito al sector corporativo privado. Destaca el hecho de que, luego de decrecer de forma importante entre 1997 y 2001, la exposición de las entidades privadas con el sector corporativo privado volvió a aumentar (pasó de 31,5% en diciembre de 2001 a 34,0% en marzo de 2003).

⁴ Mientras que para los bancos la relación de deuda de las empresas privadas sobre activo pasó de 29,4% a 32,3%, entre diciembre de 2001 y marzo de 2003, la relación para los BECH pasó de 10,8% a 16,0% durante el mismo período.

GRÁFICO 4
(CARTERA EMPRESAS + TÍTULOS PRIVADOS)
/ ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

2) Concentración por número y calidad de cartera de los principales deudores⁵

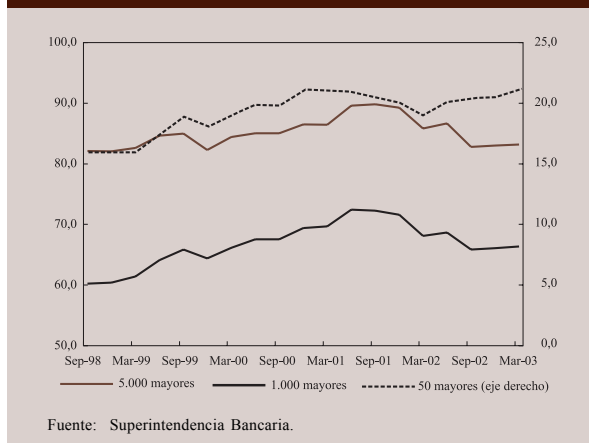
Durante la segunda mitad del año pasado y el primer trimestre del presente, los 5.000 principales deudores aumentaron su participación dentro de la cartera comercial privada; luego de representar 82,8% de ésta en septiembre de 2002, pasaron a representar 83,2% de la misma en marzo de 2003. Aunque dicho aumento en participación es leve, sucedió luego de un período en que la cartera comercial privada se había venido desconcentrando. Además, el aumento se da en un momento en que la cartera empieza a recuperar su dinámica de crecimiento.

Este aumento en participación de los deudores privados grandes se presentó tanto en los 50 mayores, como en los 1.000 y 5.000, como se observa en el Gráfico 5. Mientras que los primeros 50 pasaron de tener 20,4% de la cartera comercial privada en septiembre de 2002 a tener 21,2% de la misma en marzo de 2003, los 1.000 lo hicieron de 65,9% a 66,4% en el mismo período.

El aumento en la concentración de la cartera comercial privada ha sucedido al tiempo que se ha presentado

⁵ Tanto en este literal como en el siguiente, se estudia el comportamiento de la cartera comercial privada de los 5.000 mayores deudores privados.

GRÁFICO 5
CONCENTRACIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL
PRIVADA POR NÚMERO DE DEUDORES
(PORCENTAJE)



un mejoramiento en la calidad de cartera de los principales deudores del sector. Como se observa en el Gráfico 6, mientras la participación de la cartera tipo A ha venido aumentando, la participación de la cartera tipo E se ha venido reduciendo para los mayores deudores⁶. Esto constituye una buena noticia y permite prever que, mientras la tendencia continúe, probablemente la disponibilidad para prestar del sistema siga aumentando como lo ha hecho hasta el momento.

3) Concentración por sector económico⁷

El sector de industrias manufactureras, que sigue siendo el que concentra la mayor proporción de la cartera comercial privada, ganó participación dentro de ésta durante la segunda mitad del año pasado⁸, como se observa en el Gráfico 7. Mientras que la

⁶ A marzo de 2003, más del 80% de la cartera de los principales deudores era de tipo A. En septiembre del año pasado, este porcentaje estaba alrededor de 75%. Mientras tanto, la cartera de tipo E de los 50 mayores se estabilizó en 0,2% de la cartera total. La cartera de tipo E de los mayores 1.000 bajó de 1,4% a 1,1%, y la de los 5.000 mayores también se redujo, llegando a 2,0% en marzo del presente año.

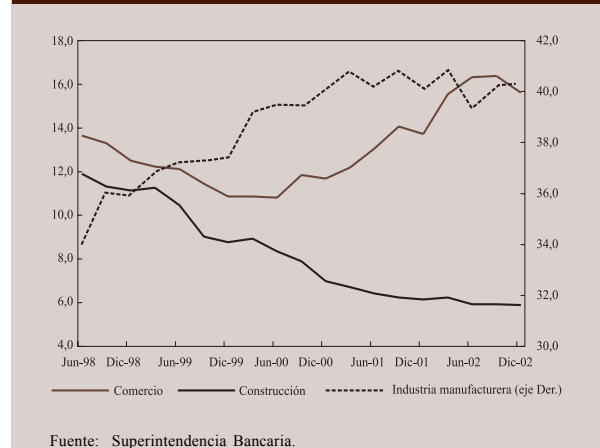
⁷ Respecto a este literal, hay que anotar que, dadas ciertas restricciones de información, sólo se tiene en cuenta los 5.000 mayores deudores privados. Así mismo, sólo hay información disponible hasta diciembre de 2002.

⁸ Pasó de representar 39,4% del total de la cartera comercial privada en junio de 2002, a representar 40,3% de la misma en diciembre del mismo año.

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA, TIPOS A Y E,
POR CONCENTRACIÓN DE DEUDORES
(PORCENTAJE)



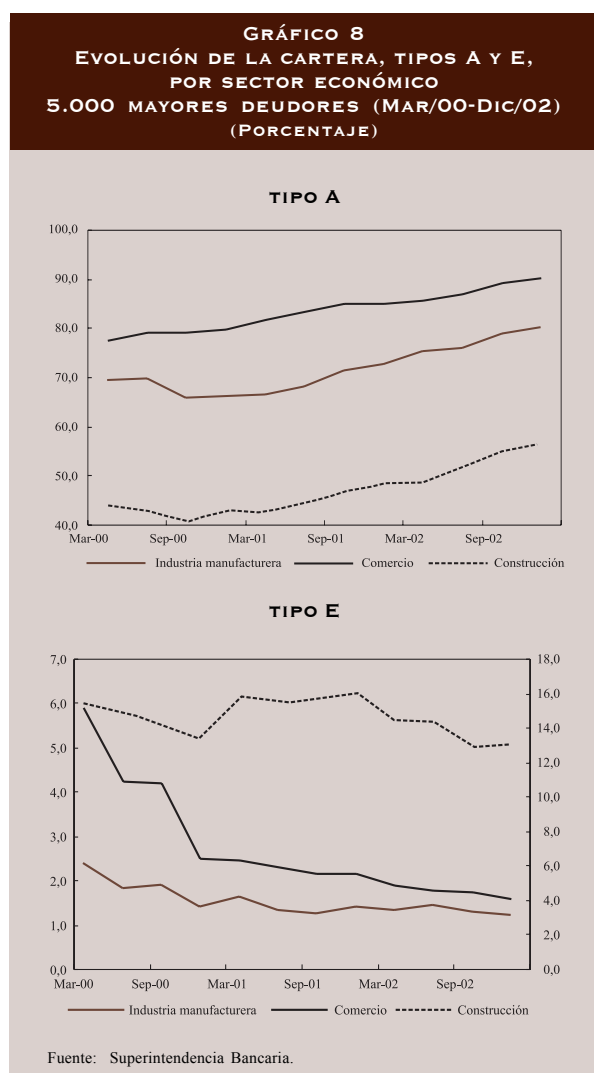
GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL PRIVADA
POR SECTOR ECONÓMICO,
5.000 MAYORES DEUDORES
(PORCENTAJE)



mayoría del resto de sectores mantuvo constante su participación durante este lapso, el sector comercio perdió ligera participación. Pese a esto, sigue siendo el segundo sector que más participa dentro de la cartera comercial privada.

Por su parte, la calidad de cartera continuó con su proceso de mejoría para la mayor parte de los sectores. En particular, la cartera de tipo A ganó participación, mientras que la cartera de tipo E perdió participación, para los sectores de industrias manufactureras, comercio y construcción (Gráfico 8).

En síntesis, el comportamiento de la cartera de los principales deudores privados se observa también en los principales sectores: a la vez que la cartera ha venido aumentando, la calidad de la misma viene mejorando.



b. Resultado de las empresas

Los estados financieros de las empresas determinan en alto grado el riesgo 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, 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 liquidez⁹.

En el Reporte de Estabilidad Financiera pasado el análisis realizado incluyó información de las empresas vigiladas por las superintendencias de Sociedades y de Valores. Dado que aún no se han presentado nuevos datos para la muestra de la Superintendencia de Sociedades, en esta ocasión sólo se revisarán los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Valores hasta marzo de 2003¹⁰.

Esta información no debe ser considerada como representativa del promedio de empresas privadas, ya que en su mayoría son firmas con un gran tamaño tanto en ventas como en activo, inclusive podrían no ser representativas del promedio de empresas que tiene acceso al crédito externo. Por tal razón, el comportamiento de algunas empresas específicas puede determinar en gran medida los resultados agregados. En promedio, desde 1998 se cuenta con 142 empresas que reportan sus estados financieros con periodicidad trimestral. Para marzo de 2003 se

⁹ Las razones financieras utilizadas no solo se escogieron por su aplicación en estudios similares realizados para otros países, además se basaron en los principales determinantes de fragilidad financiera empresarial identificados para el caso colombiano en el año 2001 (véase “Determinantes de fragilidad en empresas colombianas” en la sección de Temas especiales sobre estabilidad financiera).

¹⁰ Comprende las empresas del sector real inscritas en el Registro Nacional de Valores.

trabajó con una muestra de 121 empresas, 72 transables y 49 no transables¹¹.

1) Indicadores de rentabilidad

Para cuantificar la rentabilidad de las empresas se calcularon los indicadores retorno sobre activos y los márgenes de ganancia. El retorno sobre activos se definió como la relación entre utilidad antes de impuestos¹² y activo, y muestra la eficiencia con que una firma utiliza y maneja sus recursos (tanto los provistos por los dueños incluido en el patrimonio, como los provistos por los acreedores incluidos en el pasivo). Los márgenes de ganancia se construyeron 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 en el estado de pérdidas y ganancias, es decir, se identifican los determinantes de la mayor o menor utilidad final del ejercicio y su evolución.

La rentabilidad del activo ha ascendido continuamente desde diciembre de 1999 hasta alcanzar en marzo de 2003, niveles similares 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 -2,4%, este indicador muestra una recuperación en la rentabilidad de las empresas a niveles similares a los observados en diciembre de 1995 de 3,7%, presentando en marzo de 2003 un nivel de 3,9%¹³. Sectorialmente esta recuperación se observó tanto en la gran rentabilidad alcanzada por las empresas productoras de bienes transables (pasando de 0% en marzo de 1999 a 5,5% en marzo

de 2003), como por el mejoramiento en rentabilidad del activo de las empresas en los sectores no transables, que después de alcanzar niveles bastante bajos a finales de 1999 (-6,4% en diciembre), muestran una tendencia sostenida hacia rentabilidades positivas como las observadas entre septiembre de 2002 y marzo de 2003 (Gráfico 9).

Este indicador puede descomponer en dos razones financieras, a partir de las cuales se puede observar el origen de la mayor rentabilidad empresarial desde 1999. Estas son el margen de ganancia antes de impuestos y la rotación de activos:

$$\frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Activo}} = \frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}}$$

Tal como lo muestra el Gráfico 10, los dos componentes han contribuido a aumentar la rentabilidad de las empresas desde 1999. La rotación de activos se incrementó entre diciembre de 1999 y marzo de 2003 en 11% (de 36% a 47%), tendencia impulsada por las empresas productoras de bienes transables¹⁴. Aunque el nivel de rotación de activos presentado por las empresas productoras de bienes no transables es mayor que el de transables.

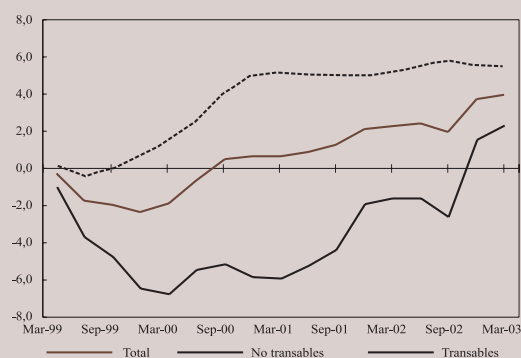
¹⁴ La rotación de activos también puede verse como un indicador de la eficiencia con la cual se utilizan los recursos disponibles para generar un nivel determinado de ventas.

¹¹ Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras.

¹² En este informe se entiende como utilidad antes de impuestos a la utilidad operacional más los ingresos no operacionales menos los egresos no operacionales, por lo que no incluye impuestos ni ajustes por inflación.

¹³ Desde 1995 y hasta 2002 los niveles de la rentabilidad del activo en el mes de diciembre han sido 3,7%, 2,4%, 2,0%, 0,1%, -2,4%, 0,6%, 2,0% y 3,7%, respectivamente.

GRÁFICO 9
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



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

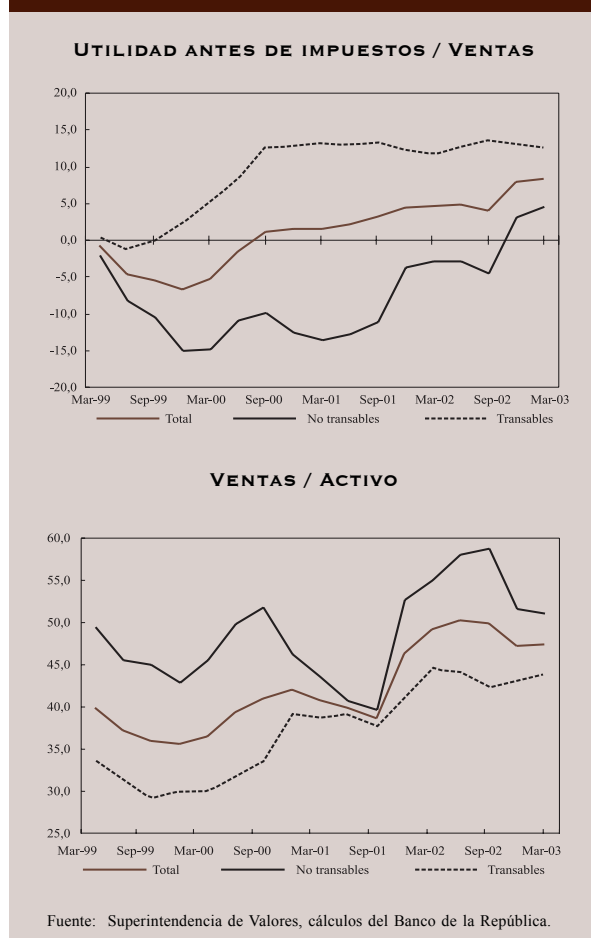
CUADRO 2
COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS POR SECTORES (*)
(PORCENTAJE)

	Billones de pesos				% de ventas			
	Dic-01	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Dic-01	Sep-02	Dic-02	Mar-03
Total								
A. Utilidad bruta (1 - 2)	6,4	7,7	8,5	8,8	30	33	35	35
1. Ventas	21,2	23,5	24,5	25,1	100	100	100	100
2. Costos de ventas	14,8	15,8	16,0	16,3	70	67	65	65
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,5	2,3	3,0	3,3	7	10	12	13
3. Gastos administración	2,3	2,5	2,6	2,6	11	11	11	10
4. Gastos ventas	2,7	2,9	2,9	2,9	13	12	12	12
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	0,9	0,9	1,9	2,1	4	4	8	8
5. Ingresos no operacionales	1,8	4,9	4,8	6,7	9	21	19	27
Financieros	0,6	3,9	3,5	5,4	3	17	14	22
6. Egresos no operacionales	2,3	6,3	5,9	8,0	11	27	24	32
Financieros	1,6	5,4	4,7	6,8	8	23	19	27
D. Utilidad final								
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	0,9	0,7	1,7	1,9	4	3	7	8
No transables								
A. Utilidad bruta (1 - 2)	3,0	4,0	4,4	4,7	29	32	34	36
1. Ventas	10,4	12,6	12,8	13,2	100	100	100	100
2. Costos de ventas	7,4	8,6	8,4	8,5	71	68	66	64
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	0,3	0,9	1,2	1,5	3	7	9	11
3. Gastos administración	1,4	1,6	1,6	1,7	14	13	13	13
4. Gastos ventas	1,3	1,5	1,5	1,5	12	12	12	11
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	(0,4)	(0,6)	0,4	0,6	(4)	(5)	3	4
5. Ingresos no operacionales	0,7	3,4	3,1	4,9	7	27	24	37
Financieros	0,3	3,0	2,4	4,2	3	24	19	32
6. Egresos no operacionales	1,3	4,8	3,9	5,7	13	38	30	43
Financieros	1,0	4,3	3,4	5,3	9	34	27	40
D. Utilidad final								
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(0,2)	(0,4)	0,5	0,8	(2)	(4)	4	6
Transables								
A. Utilidad bruta (1 - 2)	3,4	3,7	4,1	4,1	32	34	35	35
1. Ventas	10,9	10,9	11,7	11,9	100	100	100	100
2. Costos de ventas	7,4	7,2	7,6	7,7	68	66	65	65
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,2	1,5	1,8	1,9	11	13	15	16
3. Gastos administración	0,9	0,9	0,9	0,9	8	8	8	8
4. Gastos ventas	1,4	1,3	1,4	1,4	13	12	12	12
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,3	1,5	1,5	1,5	12	14	13	13
5. Ingresos no operacionales	1,1	1,6	1,7	1,9	10	14	14	16
Financieros	0,2	0,9	1,0	1,2	2	8	9	10
6. Egresos no operacionales	1,0	1,5	2,0	2,2	9	14	17	19
Financieros	0,6	1,1	1,3	1,4	6	11	11	12
D. Utilidad final								
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,1	1,2	1,2	1,2	10	11	10	10

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

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

GRÁFICO 10
INDICADORES DE RENTABILIDAD
(PORCENTAJE)



Sin embargo, es el margen de ganancia antes de impuestos el componente que sigue más de cerca la trayectoria de la rentabilidad del activo. Mientras las empresas productoras de bienes transables han mantenido un nivel alto y estable de 13% desde septiembre de 2000, las no transables han venido cerrando la amplia brecha en rentabilidad existente entre sectores que en marzo de 2003 aún era de 10%.

Entre septiembre de 2002 y marzo de 2003 se destaca la rentabilidad positiva obtenida por las empresas productoras de bienes no transables, las que presentaban pérdidas en sus registros contables desde marzo de 1999. Esta mejora se debe principalmente al incremento en las ventas realizado por las sociedades inversoras desde diciembre de 2002. Es de resaltar el comportamiento

negativo en rentabilidad de comunicaciones que continúa presentando pérdidas en su balance¹⁵.

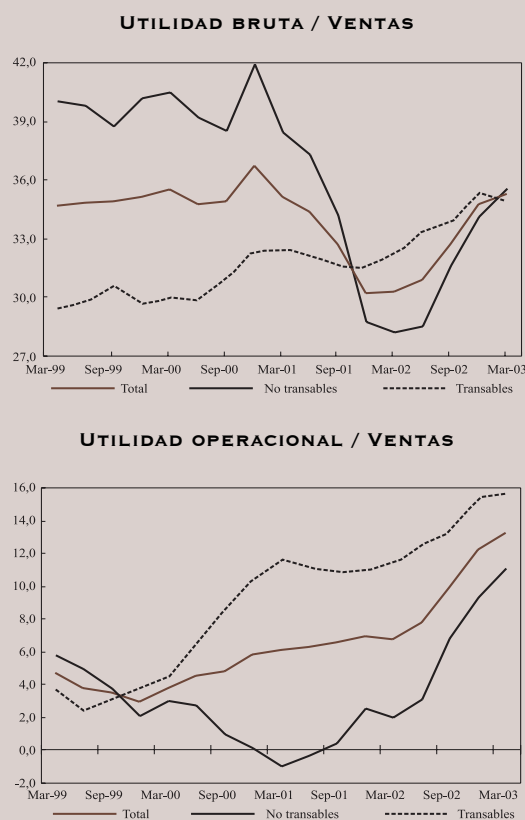
Tal como se observa al analizar el Cuadro 2, las mejoras en rentabilidad entre diciembre de 2001 y marzo de 2003 para el total de empresas se deben a una mayor eficiencia en el proceso productivo, lo que se reflejó principalmente en menores costos de ventas, y, en menor medida, en los gastos administrativos y de ventas. Este incremento en la rentabilidad no fue mayor debido al acelerado crecimiento de los egresos financieros. Al discriminar por sector, esta mejora se ha presentado de forma mucho más marcada en las empresas productoras de bienes no transables, cuyo dinámico desempeño en ventas ha estado relacionado con el positivo crecimiento de la absorción doméstica. Las empresas productoras de bienes transables han logrado mantener unos márgenes de ganancia estables en los últimos 15 meses, pese a la baja dinámica de las exportaciones ocurrida en este período que se reflejó en el crecimiento de las ventas.

A pesar de que la evolución en los últimos meses ha cerrado la brecha de la rentabilidad entre las empresas productoras de bienes no transables y las transables, aún se mantiene una gran diferencia entre sectores que se explica por los mayores gastos administrativos y el alto endeudamiento en los no transables.

Lo anterior se aprecia mejor cuando se comprueba que ya no hay diferencias en la eficiencia del proceso productivo (observables en el indicador de Utilidad bruta / Ventas, del Gráfico 11). Las diferencias se comienzan a observar al incluir la eficiencia administrativa y de ventas (observables en el indicador de utilidad operacional/ventas, del Gráfico 11) y se hacen más notorios al incluir los ingresos y egresos financieros (observables en el indicador de Utilidad antes de impuestos / Ventas, del

¹⁵ El alto nivel de ingresos y egresos financieros presentado desde septiembre de 2002 se debe a una empresa del sector de comunicaciones. Sin esta empresa la participación de ingresos y egresos financieros en las ventas entre septiembre de 2002 y marzo de 2003 no superan el 6% y 9%, respectivamente.

GRÁFICO 11
INDICADORES DE RENTABILIDAD
(PORCENTAJE)



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

Gráfico 10). Esto evidencia la alta sensibilidad de empresas productoras de bienes no transables a variaciones en los precios de los productos financieros. En el caso del período de septiembre de 2002 a marzo de 2003, el comportamiento de estos egresos se relaciona más con la evolución del tipo de cambio que con las tasas de interés¹⁶.

2) Indicadores de liquidez

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 la eficiencia derivados del manejo de inventario, inversiones temporales y deudores de corto plazo) con el pasivo de corto plazo.

Mientras el indicador Disponible / Activo no muestra una gran variación en sus niveles ni diferencias relevantes entre sectores¹⁷, la relación corriente presenta desde 1999 una tendencia levemente creciente y un mayor nivel de liquidez para las empresas productoras de bienes transables (Gráfico 12). Esta diferencia entre sectores que se ha incrementado desde marzo de 2002, 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.

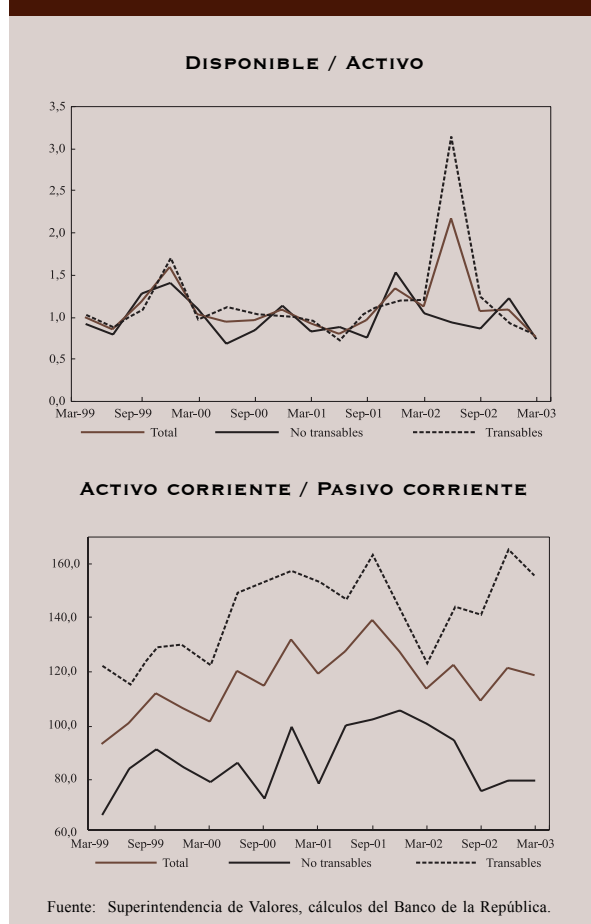
3) Indicadores de endeudamiento

Como medida del grado de endeudamiento se utilizó el cociente de endeudamiento a partir de la relación obligaciones 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

¹⁶ Es así, como desde septiembre de 2002 para este grupo de empresas, los niveles de ingresos y egresos financieros se han incrementado aceleradamente ante la devaluación del último semestre, al pasar de 6% de las ventas en septiembre de 2001, a 24% en septiembre de 2002 y 32% en marzo de 2003 en el caso de ingresos, y 13% a 34% y 40% en el de egresos para las mismas fechas.

¹⁷ La observación atípica registrada en junio de 2002 corresponde enteramente a un exceso de efectivo en una empresa del sector de bebidas.

GRÁFICO 12
INDICADORES DE LIQUIDEZ
(PORCENTAJE)



por un alto acervo de deuda (caso en el cual será más difícil acceder al sistema financiero para refinanciar el monto adeudado).

El endeudamiento de las empresas¹⁸ ha aumentado su nivel en los últimos dos años, al pasar de 14% en diciembre de 2000 a 19% en marzo de 2003 (Gráfico 13). El crecimiento entre marzo de 2002 e igual mes de 2003 de las obligaciones financieras totales fue de 42% y presenta una tendencia creciente. La tendencia que incrementa el nivel para el total de empresas responde al comportamiento de las productoras de bienes transables. A pesar del mayor nivel de endeudamiento que usualmente han presentado las empresas productoras de bienes no

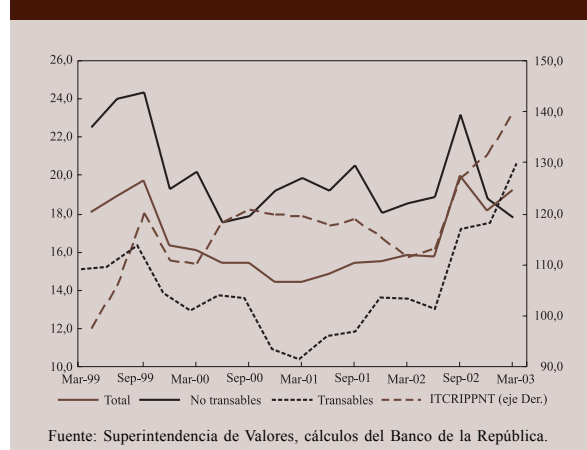
¹⁸ Medido como la relación de obligaciones financieras a activo.

transables, las cifras reportadas para el último trimestre muestran un mayor nivel de endeudamiento de las empresas transables.

Al examinar las razones por las cuales se ha incrementado el indicador de endeudamiento se destaca la evolución de la deuda externa valorada en pesos ocurrida desde el tercer trimestre del año pasado que estuvo asociado a la devaluación (Gráfico 13). Las obligaciones financieras en moneda extranjera de las empresas productoras de bienes transables, específicamente las de largo plazo, incrementaron su participación en el pasivo en siete puntos porcentuales entre junio y septiembre de 2002 (lo que equivale a \$0,86 b) (Cuadro 3)¹⁹. Por su parte, las empresas productoras de bienes no transables incrementaron en mayor medida las obligaciones financieras en moneda extranjera de corto plazo, y para el último trimestre tanto este rubro como las obligaciones financieras totales han perdido participación en el pasivo.

¹⁹ Al desagregar por ramas de actividad, se observa que este incremento en obligaciones financieras de largo plazo en moneda extranjera se deben enteramente a una empresa perteneciente a la producción de bebidas. Lo mismo ocurrió con las obligaciones de corto plazo denominadas en moneda extranjera para esta empresa en el último trimestre (también aumentaron \$0,8 b). Al excluir esta empresa, el nivel de endeudamiento del sector sigue presentando una tendencia creciente pero mucho menos pronunciada.

GRÁFICO 13
OBLIGACIONES FINANCIERAS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



CUADRO 3
PARTICIPACIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS
EN EL PASIVO POR PLAZO DENOMINACIÓN Y SECTOR
(PORCENTAJE DEL PASIVO)

	2001				2002				2003
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.
Total									
Obligaciones financieras (cp)	17,2	18,4	14,2	14,2	15,2	17,2	21,6	18,6	21,3
Moneda nacional	10,0	12,0	11,0	9,6	11,2	11,9	11,1	8,6	8,8
Moneda extranjera	7,2	6,4	3,2	4,6	4,1	5,3	10,5	10,1	12,5
Obligaciones financieras (lp)	25,2	25,2	29,8	30,9	28,8	26,2	27,6	29,7	28,3
Moneda nacional	12,2	11,5	14,3	15,0	13,7	13,2	10,4	12,6	12,0
Moneda extranjera	13,0	13,7	15,5	15,8	15,1	13,1	17,2	17,1	16,3
No transables									
Obligaciones financieras (cp)	19,5	17,3	14,1	11,0	13,2	15,4	28,6	25,1	23,1
Moneda nacional	10,4	12,3	11,2	8,8	11,0	12,3	12,5	9,1	10,0
Moneda extranjera	9,2	5,0	2,8	2,3	2,1	3,1	16,1	16,0	13,0
Obligaciones financieras (lp)	30,4	32,7	36,4	36,3	35,0	33,4	30,6	29,7	28,2
Moneda nacional	8,3	8,3	12,4	14,1	13,7	14,1	9,8	10,2	9,4
Moneda extranjera	22,2	24,4	23,9	22,2	21,2	19,3	20,8	19,5	18,8
Transables									
Obligaciones financieras (cp)	15,1	19,4	14,3	17,0	17,1	18,7	16,2	13,6	19,9
Moneda nacional	9,7	11,7	10,7	10,4	11,3	11,5	10,0	8,1	7,8
Moneda extranjera	5,4	7,7	3,6	6,6	5,8	7,3	6,2	5,5	12,1
Obligaciones financieras (lp)	20,3	18,6	24,0	25,9	23,3	19,8	25,2	29,7	28,3
Moneda nacional	15,9	14,3	15,9	15,9	13,7	12,3	10,8	14,5	14,0
Moneda extranjera	4,4	4,4	8,2	10,1	9,6	7,5	14,3	15,3	14,3

(cp) Corto plazo.

(lp) Largo plazo.

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

De los \$10,2 b de obligaciones financieras totales presentadas por las empresas privadas en marzo de 2003, 58% se denominó en moneda extranjera y 42% en pesos²⁰. Estos niveles revelan una mayor exposición al tipo de cambio de las empresas entre marzo de 2002 e igual mes de 2003, dado que en marzo de 2002 estas proporciones fueron de 43% denominadas en moneda extranjera y 57% en pesos. El crecimiento de la deuda denominada en moneda extranjera en este período se dio tanto por aumentos importantes en devaluación como por aumentos en el nivel de la

deuda contratada en dólares. Es así como la deuda en moneda extranjera creció 90% y 45% en pesos y dólares, respectivamente.

El comportamiento de la deuda externa en dólares en las empresas vigiladas por la Superintendencia de Valores es contrario a lo que ha ocurrido con la deuda externa privada, de acuerdo con las estadísticas sobre registros de endeudamiento privado que siguió decreciendo durante este período.

El sistema financiero doméstico ha venido incrementando su nivel de crédito otorgado a las empresas de la muestra, sin embargo, su participación en el monto de obligaciones financieras totales ha

²⁰ En este análisis se considera endeudamiento en moneda extranjera las obligaciones financieras emitidas por bancos del exterior y otras entidades financieras del exterior.

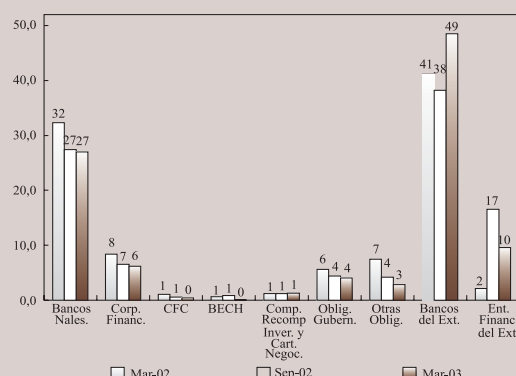
caído a causa de la mayor importancia de los bancos del exterior como acreedores²¹. El nivel de la exposición del sistema financiero doméstico creció en 12% pasando de \$3,05 b a \$3,43 b entre marzo de 2002 e igual mes de 2003, siendo los bancos nacionales y las corporaciones financieras los principales acreedores (con \$2,75 b y \$0,63 b respectivamente). Las obligaciones financieras con las compañías de financiamiento comercial (CFC) y BECH fueron las de menor dinamismo y las de menores niveles con \$50 miles de millones (mm) y \$10 mm en marzo de 2003, respectivamente. La menor importancia del crédito con el sistema financiero nacional con respecto a otras fuentes, se observó principalmente en las empresas productoras de bienes no transables que pasaron de tener un nivel de \$1,32 b a \$1,27 b entre marzo de 2002 y similar mes de 2003. Por su lado, las productoras de bienes transables incrementaron este endeudamiento en el mismo período de tiempo en 25%, sin embargo, este crecimiento se concentra en una empresa del sector de bebidas sin la cual el cambio porcentual se reduce a -5%.

Al igual que el índice de tipo de cambio real (ITCR) los niveles de presión financiera²² que presentan las empresas desde septiembre de 2002 y hasta marzo de 2003 son más altos que los registrados en 1999 cuando las tasas de interés domésticas fueron particularmente altas (gráficos 15 y 16). Aunque la tendencia creciente en este indicador la presentan tanto las empresas productoras de bienes no transables como las transables, son las primeras en las que se refleja un efecto mayor al alcanzar en marzo de 2003 un nivel de 30% en comparación con el 11% presentado por las segundas. Este gran nivel de presión financiera de los últimos seis meses se concentra en la rama de comunicaciones, sin la cual el nivel del indicador para el total de empresas en marzo de 2003 sería de 7,8%.

²¹ Este resultado cambia al aislar al grupo de empresas productoras de bebidas y comunicaciones. Sin estas empresas se observa un crecimiento sostenido en la participación de las obligaciones financieras con el sistema financiero nacional en el período marzo de 2002 a marzo de 2003.

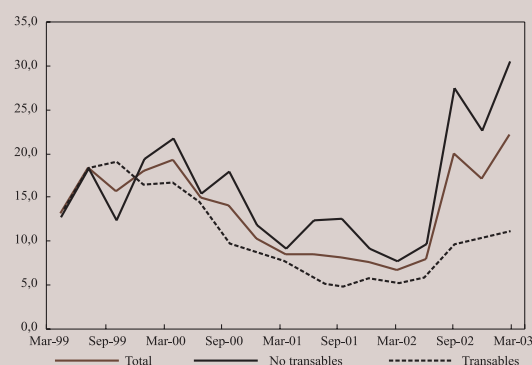
²² Medida a través del indicador de carga de intereses como la razón entre egresos financieros y la suma de ingresos operacionales y financieros.

GRÁFICO 14
PARTICIPACIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS POR ORIGEN (PORCENTAJE)



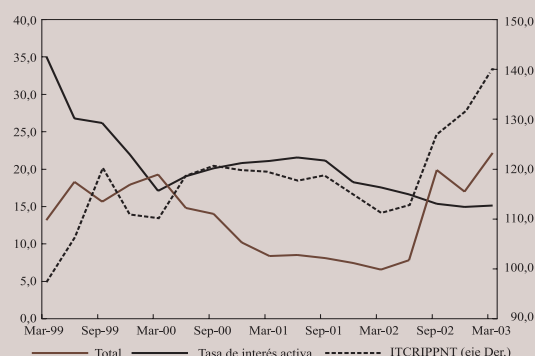
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 15
EGRESOS FINANCIEROS / VENTAS + INGRESOS FINANCIEROS (PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 16
PRESIÓN FINANCIERA, TASA DE INTERÉS ACTIVA E ITCR (PORCENTAJE)



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

CUBRIMIENTO DE LAS EMPRESAS ANTE VARIACIONES EN EL TIPO DE CAMBIO

Aparte de las inversiones permanentes en el exterior, el sector real encuentra una forma de cubrirse ante el riesgo de tipo de cambio mediante compra de divisas a futuro, especialmente con el sistema financiero. Al 18 de julio del presente año, las ventas netas de *forwards* del sector financiero al sector real ascienden a US \$1.109 m, lo que representa aproximadamente 8% de la deuda externa del sector privado no financiero.

Esta cobertura es de corto plazo en comparación con las obligaciones financieras en moneda extranjera adquiridas por el sector privado real. Mientras que más del 70% de las operaciones de compra de divisas a futuro tiene plazo inferior a seis meses, la duración promedio de los montos de deuda externa privada contratados durante el año 2002 fue de 48 meses.

En la medida en que se desarrolle este mercado y se cuantifiquen mejor los riesgos inherentes a esta cobertura, el sector real podrá tener un mejor cubrimiento de riesgo de tipo de cambio.

Al descomponer esta razón se observó que el crecimiento se debe en gran parte a los mayores niveles en egresos financieros, que de junio a septiembre de 2002 pasaron de \$1,5 b a \$5,4 b. Aunque de forma similar los ingresos financieros cuadruplicaron su nivel en el mismo período, éste no es tan importante en el denominador del indicador que es dominado por la estabilidad en las ventas. Dentro de los componentes que pudieron generar estos efectos en el indicador de presión financiera se destacan los pagos por intereses y las diferencias en el tipo de cambio que las empresas registran tanto en sus ingresos como en los egresos financieros. Sin embargo, a partir de la información entregada por la Superintendencia de Valores no es posible establecer cuál es la fuente principal del aumento observado²³.

El Gráfico 16 permite observar cómo, a diferencia del año 1999, la tasa de interés de colocación no ha presentado mayores incrementos en su nivel en los últimos seis meses y que por el contrario, se destaca por su tendencia descendente, mientras que el comportamiento del ITCR sí se ajusta a la trayectoria

de la presión financiera de las empresas al menos entre septiembre de 2002 y marzo de 2003. Este comportamiento confirma el efecto negativo que la devaluación tuvo sobre el nivel de presión financiera en las empresas de la muestra.

Como muestran los indicadores, el aumento del endeudamiento externo generaría una mayor exposición ante el tipo de cambio. Sin embargo, existe alguna evidencia de importantes inversiones de este grupo de empresas en el exterior, lo que haría que el riesgo cambiario fuera más bajo. Lamentablemente, la información de la Superintendencia de Valores no permite crear un indicador más preciso y sistemático en este respecto.

c. Expectativas empresariales

Durante el primer trimestre del presente año, el desempeño de la economía fue superior al esperado. De hecho, el crecimiento de 3,8% anual del PIB del primer trimestre de 2003 fue bien recibido por parte de los analistas, quienes esperaban una cifra inferior. El sector más dinámico fue la construcción, que registró un crecimiento muy superior al de los demás sectores: 15,8%. Además de este sector, durante el comienzo del año se destacaron los siguientes: industria manufacturera, con un crecimiento de 8,3%;

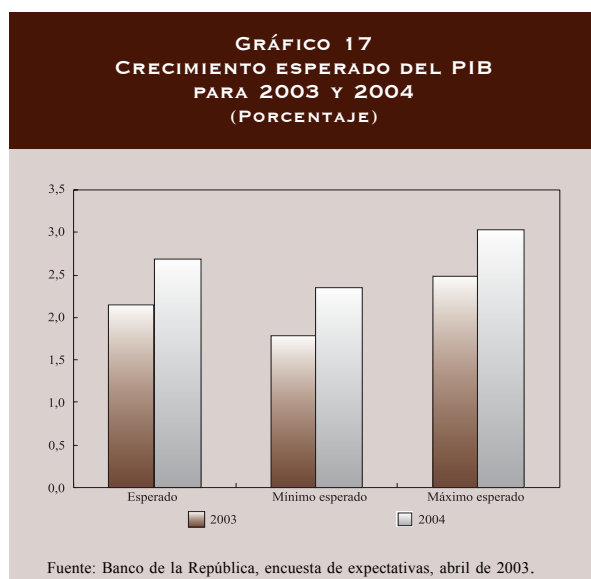
²³ Buena parte de la población de empresas de la muestra no desagrega sus cuentas de ingresos y egresos financieros a seis dígitos del plan único de cuentas, por lo cual sólo aparecen registrados los totales de estas cuentas.

establecimientos financieros (5,8%), y transporte, almacenamiento y comunicaciones (5,3%).

El buen comportamiento de la economía durante el primer trimestre del año ha hecho que se revisen, al alza, los pronósticos de crecimiento para fin de año. Esto debe tener un impacto positivo sobre las expectativas económicas, que probablemente se verá reflejado en las encuestas de los próximos meses.

En la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República durante el primer trimestre de 2003, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio de la economía de 2,2% para este año y de 2,7% para el año entrante, como se observa en el Gráfico 17. No obstante, es posible que luego de conocer los resultados de crecimiento económico recientes, revisen sus expectativas hacia mayores tasas de crecimiento agregado.

En los primeros meses del año, las expectativas del sector productivo de la economía continuaron la tendencia hacia la mejoría. Como se observa en el Gráfico 18, de acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo de abril de 2003, las expectativas de situación económica de los empresarios mejoraron durante los meses de febrero, marzo y abril, luego de una reducción entre los meses de diciembre de 2002 y enero del presente año. Puede verse que la tendencia de este indicador



ha sido al alza desde septiembre de 2001, con cortos episodios de reversión de las expectativas.

De acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión industrial conjunta de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI), de abril de 2003, debido al buen comportamiento reciente de la actividad manufacturera²⁴, las perspectivas de inversión de los empresarios del sector están mejorando. Más del 50% de los encuestados aseguró estar adelantando o tener previsto adelantar proyectos de inversión durante el presente año, por una suma cercana a un billón de pesos. Los proyectos de inversión están relacionados fundamentalmente con la modernización del aparato productivo, adecuación de instalaciones, reposición de maquinaria y diversificación de la producción.

En buena parte, las expectativas de inversión han mejorado porque la demanda se ha recuperado de forma importante y porque los empresarios perciben mejoras en el clima de los negocios. En marzo de 2003, 49,9%

²⁴ Pese a que en abril el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reportó una reducción de la actividad industrial, en lo referente a producción y ventas, durante los primeros cuatro meses del presente año la industria ha presentado un comportamiento dinámico. Al comparar los primeros cuatro meses de 2003 con el mismo período del año pasado, se observa que la producción creció 5,3% en términos reales, mientras que las ventas aumentaron 6,1% real.

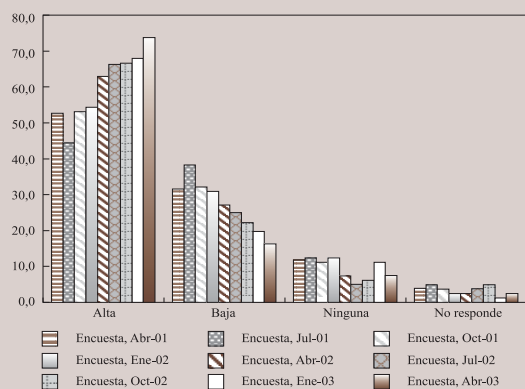
de los encuestados por la ANDI considera que la situación de su empresa es buena, mientras que este porcentaje sólo llegaba a 37,7% hace un año. A comienzos de este año, 37,7% de los empresarios piensa que la situación mejorará en el futuro cercano, cuando a comienzos del año pasado el indicador estaba por debajo de 30%.

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, podría esperarse que la demanda de recursos para financiar la inversión aumente durante los próximos meses, lo cual llevaría a que la cartera del sistema financiero siga aumentando, como lo ha hecho últimamente.

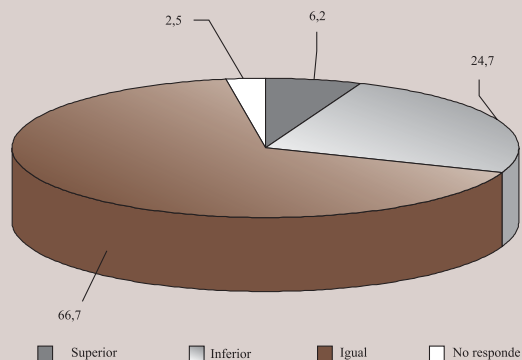
En cuanto a la disponibilidad de recursos, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República del primer trimestre del año muestran que sigue mejorando la percepción general acerca de la disponibilidad de crédito y liquidez. Como se observa en el siguiente gráfico, el porcentaje de encuestados que considera que los niveles actuales de disponibilidad de crédito y liquidez en la economía es alta, sigue aumentando. Así mismo, 85% de los encuestados considera que la disponibilidad de crédito durante los próximos seis meses en la economía será buena (70% considera que será igual a la actual, mientras que 15% considera que será mayor que la actual), y 73% opina lo mismo, con respecto al estado futuro de la liquidez de la economía (Gráfico 19).

GRÁFICO 19
PERCEPCIÓN Y EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ Y EL CRÉDITO
(PORCENTAJE)

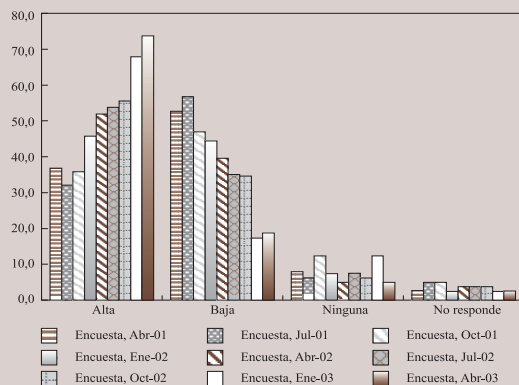
PERCEPCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA



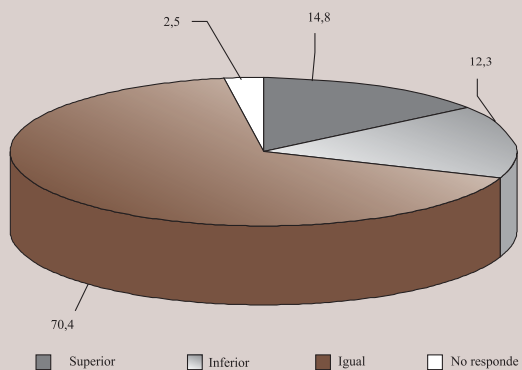
EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



PERCEPCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO



EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



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

Esta percepción de estabilidad de la oferta de recursos para financiar la actividad productiva parece dar a los empresarios una mayor confianza a la hora de planear sus inversiones futuras.

d. Conclusiones

La exposición del sistema financiero ante el sector corporativo privado aumentó durante el año 2002 y el primer trimestre de 2003, luego de reducirse de forma sistemática entre 1997 y 2001. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales, aunque los BECH han aumentado recientemente su participación de forma importante.

La cartera comercial privada se concentró entre finales del año pasado y comienzos del presente, lo que se evidencia en la mayor participación que han ganado los principales deudores privados.

El aumento en la cartera privada se ha dado simultáneamente con una mejora en la calidad de cartera, que se ha visto tanto en los principales deudores privados como en los principales sectores económicos (industrias manufactureras, comercio y construcción). Esto indica que, además de haber mejorado la capacidad de pago de los deudores privados, son previsibles aumentos en la disponibilidad a prestar por parte del sistema financiero.

Adicionalmente, de acuerdo con los resultados de las encuestas, las expectativas de desempeño económico vienen mejorando, lo que podría implicar una mayor demanda de recursos de crédito. Esto llevaría a que la cartera del sistema financiero siga aumentando como lo ha hecho en los últimos meses.

Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores, en general son consistentes con la mayor capacidad de pago de las empresas mostrado anteriormente. En efecto, los indicadores de rentabilidad y liquidez han mejorado sistemáticamente.

Por su parte, tanto los niveles de presión financiera como los de endeudamiento se han incrementado,

debido, en buena parte, al efecto de la devaluación, lo que mostraría una mayor exposición al tipo de cambio. No obstante, es conveniente hacer dos salvedades. En primera instancia, hay que indicar que el comportamiento en cuanto al endeudamiento externo del total del sector privado no es consistente con el de este grupo de empresas. En segunda instancia, en los últimos seis meses las empresas de la muestra han cubierto parte del riesgo cubierto mediante inversiones en moneda extranjera. Sin embargo, a partir de la información disponible no es posible cuantificar la exposición neta.

2. Hogares

a. Exposición

1) Montos y exposición general

La deuda de los hogares se aproximó como el total de cartera de créditos de consumo e hipotecaria más los títulos hipotecarios en manos de las entidades financieras. Los montos y la participación por tipo de deuda, para mayo de 2002 y de 2003, se presentan en el Cuadro 4.

Es posible apreciar que la exposición del sistema financiero frente a los hogares no se elevó en términos reales durante el último año, a pesar de la importante dinámica de la cartera de consumo (crecimiento de 14% real entre mayo de 2002 y de 2003). Esto se debe a la caída de la cartera hipotecaria durante el mismo período.

Cuando se analiza la exposición, definida como la deuda de los hogares en relación con el activo total del sistema financiero, es posible observar que ésta se ha mantenido prácticamente constante en lo que va corrido de 2003. Lo anterior implica que dicha proporción se encuentre en sus niveles más bajos (21,9%) de los últimos años (Gráfico 20).

Cabe, sin embargo, anotar que la cartera a hogares sigue constituyendo una parte importante del total de crédito que otorga el sistema financiero, tal como lo

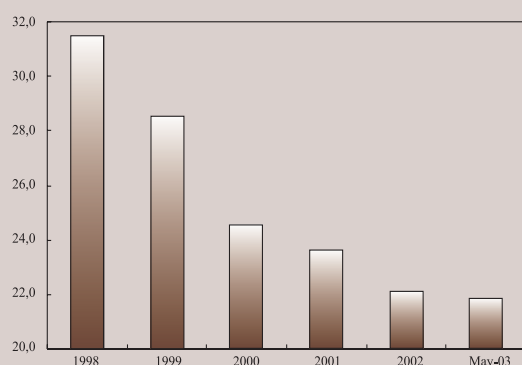
CUADRO 4
CARTERA DE LOS HOGARES POR TIPO

Tipo	Mayo de 2002		Mayo de 2003	
	Billones de pesos (*)	Porcentaje	Billones de pesos (*)	Porcentaje
Hipotecaria	12,5	62,8	10,8	54,3
Consumo	7,4	37,2	8,4	42,2
Tarjeta de crédito	1,7	8,5	1,9	9,5
Otro	5,7	28,6	6,5	32,7
Títulos hipotecarios	0,0	0,0	0,7	3,5
Total	19,9	100,0	19,9	100,0

(*) Billones de pesos de marzo de 2003.

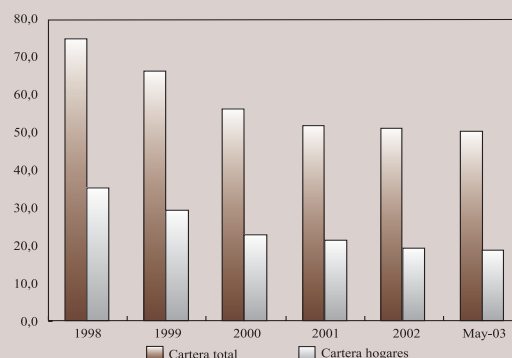
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 20
DEUDA DE LOS HOGARES
COMO PROPORCIÓN DEL TOTAL DE ACTIVOS
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 21
CARTERA DE LOS HOGARES VS. CARTERA TOTAL
(BILLONES DE PESOS DE MARZO DE 2003)



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

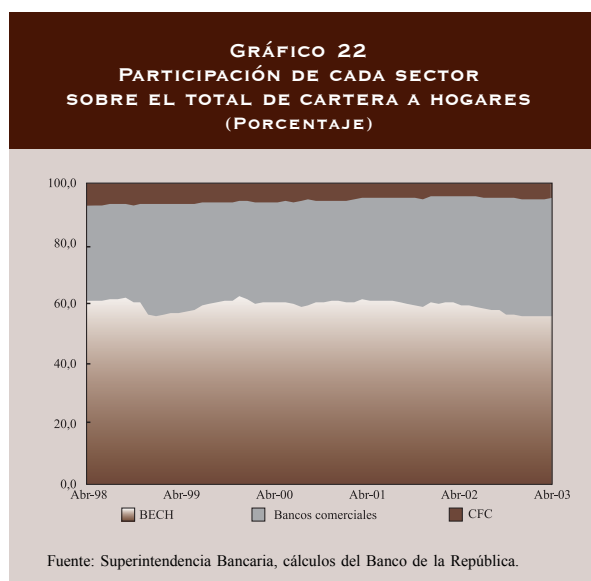
ilustra el Gráfico 21. En efecto, a mayo de 2003, esta cartera representó cerca del 37% del total de créditos otorgados, cifra inferior a la presentada un año antes (40% en mayo de 2002).

2) Exposición por tipo de entidad

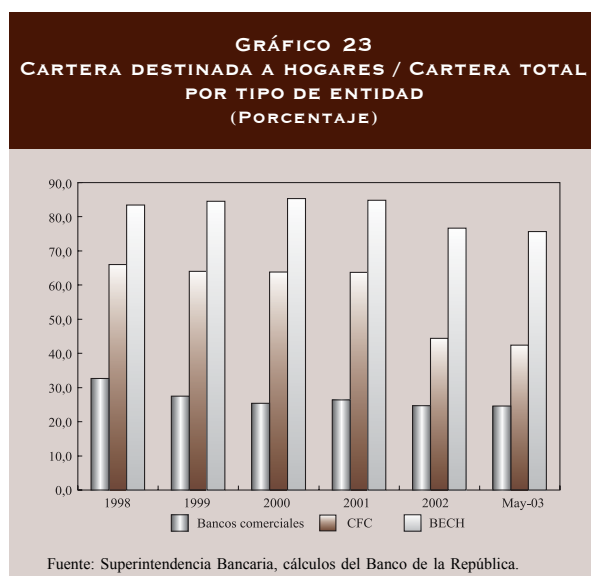
Como se evidenció en el Reporte anterior, los BECH constituyen el sector que más financia a los hogares entre todos los que componen el sistema financiero. A pesar de esto, su participación en el total de las operaciones activas de crédito a hogares ha caído de

60% a 57% entre mayo de 2002 y de 2003. Los bancos comerciales, y en menor medida las CFC, han tomado la participación dejada por los BECH. En efecto, en el caso de los bancos comerciales su participación en el total del crédito a hogares aumentó en 3,0 puntos porcentuales, y en el caso de las CFC el incremento fue de 0,4 puntos, entre las fechas mencionadas (Gráfico 22).

La exposición de los sectores anteriores no sólo es función del acervo de préstamos a hogares que tengan



en sus balances, sino de la proporción que dicha deuda representa sobre el total de su cartera de créditos. En el Gráfico 23, se muestra dicha medición por tipo de entidad. Desde esta perspectiva, el grupo de entidades cuyo balance se encuentra más expuesto a la cartera de los hogares continúa siendo el de los BECH, pues destinan una proporción muy elevada de sus créditos a estos agentes. No obstante, dicha proporción se ha reducido considerablemente en el último año, pasando de 82% a 76% entre mayo de 2002 y de 2003. En segundo lugar, se encuentra el sector de CFC, cuya cartera a hogares representa el 42% del total del crédito que otorga. Esta exposición también se ha reducido



durante el último año, en cerca de cuatro puntos. Finalmente, los bancos comerciales no han elevado su exposición frente a la deuda de los hogares en el último año, manteniéndola relativamente constante alrededor del 25%.

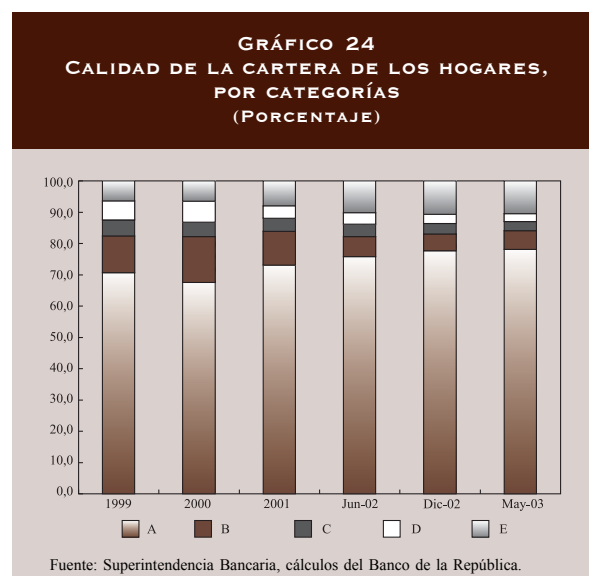
3) Calidad de la deuda

Durante el último semestre de 2002 y lo corrido de 2003, la calidad de la deuda de los hogares continuó con su proceso de mejoría con respecto a los años anteriores. En efecto, la suma de la participación de carteras de tipo A y B se incrementó de 82% a 84% entre junio de 2002 y mayo de 2003, mientras que la suma de las carteras de tipo D y E, se redujo de 14% a 13% en el mismo período (Gráfico 24). Esta mejora en la calidad de la cartera se da a pesar de que la titularización de cartera hipotecaria de noviembre de 2002, haya reducido parte de la cartera hipotecaria con buena calificación.

b. Capacidad de pago de los hogares y perspectivas

1) Indicadores de capacidad de pago

La capacidad de pago de los hogares está relacionada con sus flujos de ingresos por un lado, y con el valor de su patrimonio (que pueda servir de colateral de sus deudas) por otro.

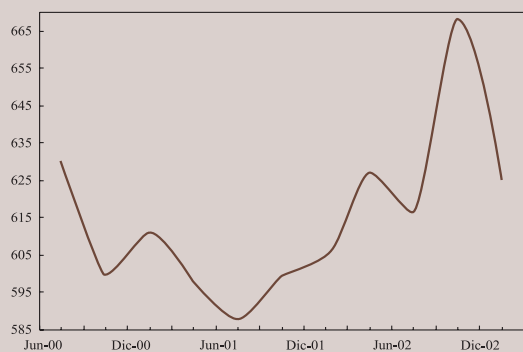


De esta manera, se tomaron dos indicadores como aproximación a los flujos de ingresos de los hogares. Primero, en el Gráfico 25, se observa que los salarios reales han evolucionado positivamente desde el segundo semestre de 2002, y se mantienen en niveles relativamente altos frente a los mostrados en meses anteriores. En efecto, las tasas anuales de crecimiento han sido de 12% y 3,3%, en los dos últimos trimestres de 2002.

Segundo, se analizó la evolución del índice de salarios reales de la industria manufacturera. Este indicador ha mantenido un crecimiento anual positivo desde enero de 2002 (2,1% en promedio), lo que posiblemente haya mejorado la capacidad de pago de los hogares asalariados en la industria (Gráfico 26).

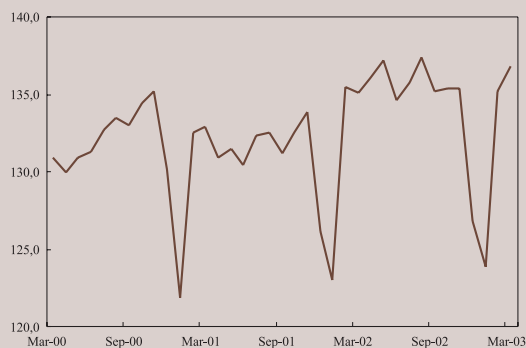
Las tasas de empleo y desempleo son fundamentales a la hora de determinar si el aumento en los salarios realmente representa una mejora de la capacidad de pago de los hogares. Cuando se analizan, ambos indicadores muestran algunas mejoras con respecto a los últimos años (Gráfico 27). En el caso de la tasa de desempleo, este indicador se situó en niveles de 17,9% y 16,7% para los meses de abril y mayo. Si bien, esta tasa se encuentra aún en niveles elevados, es de destacar el progreso que ha tenido con respecto a las cifras de los años anteriores. En lo que respecta a la tasa de empleo, se puede observar también una

GRÁFICO 25
SALARIOS REALES
(MILES DE PESOS DE MARZO DE 2003)



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

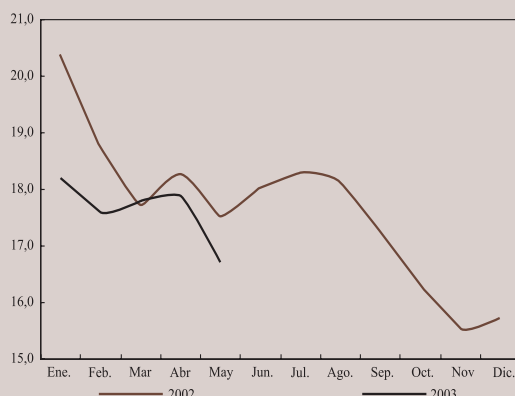
GRÁFICO 26
ÍNDICE DE SALARIOS REALES
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



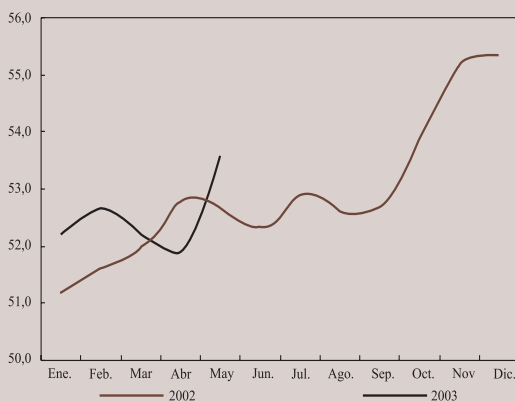
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 27
TASAS DE EMPLEO Y DESEMPLEO
(PORCENTAJE)

DESEMPLEO



EMPLEO



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

mejora notable a lo largo de 2003. Por ejemplo, en mayo de 2003 la tasa de ocupación se ubicó 0,9 puntos porcentuales por encima de la del año inmediatamente anterior y 2,1 puntos más alta que la de 2001. De esta forma, la evolución del empleo parece coincidir con la tendencia al mejoramiento de los ingresos de los hogares que se observó con los indicadores de salarios, lo que, en últimas, refuerza la tesis de un mejoramiento en la capacidad de pago de los hogares durante el último semestre de 2002 y en lo corrido de 2003.

Como aproximación de la evolución del valor del patrimonio de los hogares se tomó el índice de precios de la vivienda (IPV) (Gráfico 28). Este indicador ha mostrado una tendencia decreciente desde mediados de 1997. Sin embargo, se puede apreciar un cambio importante en la tendencia desde finales de 2002. En el caso del IPV de Medellín, se observa una relativa estabilización desde junio de 2002. Para Bogotá, se nota un incremento significativo desde finales de 2002, lo que ha derivado en un repunte del IPV de 13%, entre diciembre de 2002 y mayo de 2003.

2) Perspectivas

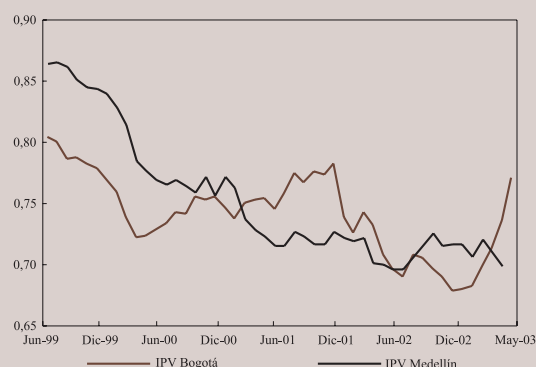
Desde abril de 2003, el índice de confianza del consumidor (ICC) ha comenzado a revertir la tendencia decreciente que mostraba desde diciembre de 2002 (Gráfico 29). Este hecho ha permitido que, durante los meses de abril y mayo, el ICC se sitúe en niveles muy superiores a los alcanzados en los mismos meses de 2002. Dado que se trata de movimientos de pocos meses, no es posible obtener un patrón lo suficientemente consistente que permita obtener conclusiones contundentes acerca de la futura demanda de crédito de los hogares, sobre todo en lo que a financiamiento de vivienda se refiere (Gráfico 30).

c. Conclusiones

La cartera de los hogares, y su participación en el total de activos del sistema financiero, se han mantenido prácticamente constantes en el último año, por lo que la exposición general no se ha elevado por este concepto.

Cuando se analiza el comportamiento de dicha exposición por tipo de entidad, se aprecia que la

GRÁFICO 28
ÍNDICE REAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA
DEFLACTADO POR IPC



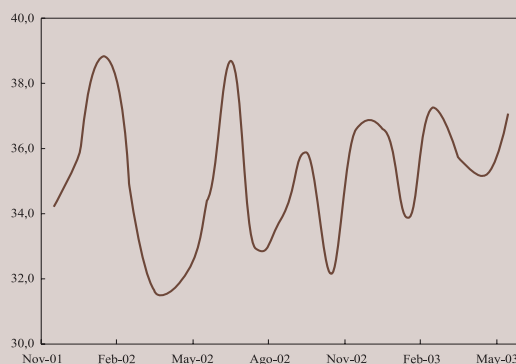
Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 29
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)
(PORCENTAJE)



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 30
PORCENTAJE DE HOGARES QUE CREEN QUE
ES UN BUEN MOMENTO PARA COMPRAR VIVIENDA,
MUEBLES O ELECTRODOMÉSTICOS, O AUTOMÓVIL



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

participación en el total de la deuda a hogares se ha elevado para bancos comerciales y las CFC, en detrimento de los BECH. Esta situación está influenciada por el gran crecimiento que ha tenido la cartera de consumo durante el último año, y la pobre dinámica de la cartera hipotecaria, durante el mismo período.

En lo que respecta a la calidad de la deuda de los hogares, se puede afirmar que continúa el proceso de mejoramiento que comenzó desde finales del año 2000. Algunos factores que podrían estar explicando dicha mejora son: la evolución positiva de los ingresos salariales en el último semestre de 2002 y el primer trimestre de 2003, la leve reactivación del empleo durante los meses de marzo, abril y mayo de 2003, y el comportamiento creciente que ha tenido el precio de la vivienda en lo corrido del año.

Pese a lo anterior, las perspectivas sobre el futuro endeudamiento de los hogares no son muy claras, tal como lo muestra el índice de confianza del consumidor. Buena parte de la incertidumbre que aún persiste en los hogares se manifiesta en el hecho que aún no se evidencia una clara tendencia a adquirir bienes que usualmente se financian con créditos tales como los bienes raíces, a pesar de algunos progresos observados en mayo de 2003.

3. Sector público no financiero

a. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública²⁵

1) Evolución de la exposición

La tenencia de títulos de deuda pública por parte del sistema financiero ha aumentado de forma importante en años recientes. Esto hace que sea deseable hacer seguimiento al nivel de exposición del sistema financiero ante la deuda pública, así como al nivel de endeudamiento total del sector público. En esta primera parte de la sección se presenta la evolución reciente de

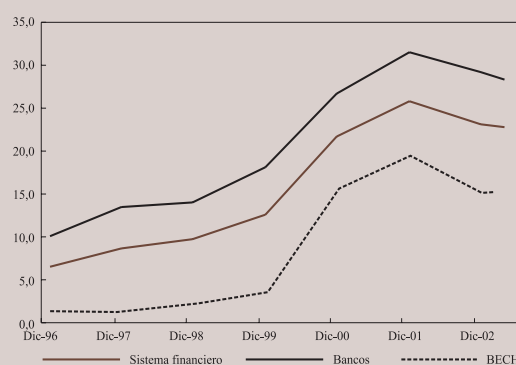
la exposición del sistema financiero ante la deuda pública, medida como la relación entre la suma de cartera pública y títulos públicos en el balance de las entidades de crédito, y el activo de estas entidades. En general, aumentos en esta relación indican que el nivel de exposición del sistema financiero ante la deuda pública se está incrementando. Sin embargo, esto no necesariamente implica que el riesgo para el sistema financiero esté aumentando a medida que crece la exposición, puesto que para hacer ese tipo de consideraciones hay que tener en cuenta la solvencia y liquidez del sector público.

Teniendo en cuenta lo anterior, en el Gráfico 31 se puede observar que la exposición del sistema financiero ante la deuda pública, luego de aumentar de forma acelerada entre 1996 y 2001, se redujo durante el año 2002 y comienzos de 2003²⁶. La relación (cartera pública + bonos públicos) / activo, que en diciembre de 2001 registró 25,7%, fue de 23,1% en diciembre de 2002 y, en marzo del presente año, registró 22,5%.

2) Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al mirar el comportamiento por tipo de entidad, se observa que los bancos comerciales siguen siendo

GRÁFICO 31
(CARTERA PÚBLICA + BONOS PÚBLICOS) / ACTIVO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, balances de las entidades.

²⁵ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superintendencia Bancaria, y corresponden a la cartera de capital 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.

²⁶ Este resultado puede estar influenciado por los cambios en metodologías de valoración introducidos por la Superintendencia Bancaria a finales del año pasado.

los más expuestos de forma directa ante la deuda pública, aunque su exposición se redujo durante los últimos meses. La relación entre deuda pública y activo de dicho sector, que entre 1996 y 2001 pasó de 9,9% a 31,4%, registró en marzo de este año 28,1%, porcentaje significativamente superior al del resto de entidades financieras. Por su parte, los BECH, que también aumentaron de forma importante su exposición ante la deuda del sector público entre 1996 y 2001, presentaron una relación de 15,5% en marzo de 2003.

Los bancos comerciales, además de ser las entidades financieras más expuestas ante la deuda pública, son también las entidades que mayor cantidad de deuda pública poseen en sus balances. En marzo del presente año tenían en su haber 77% del total de la deuda pública en poder de las entidades financieras. Este porcentaje resulta superior al registrado en diciembre de 2001 (74%), pero inferior al registrado en diciembre de 1997 (82%). Por su parte los BECH, que en diciembre de 2001 poseían en sus balances 18% del total de la deuda pública en poder del sistema financiero, en marzo de 2003 registraron un porcentaje inferior (16%). Las demás entidades que componen el sistema financiero, dan cuenta del 7% restante.

Los bonos siguen siendo el instrumento de deuda pública preferencial para el sistema financiero. De hecho, en marzo del presente año, 72% de la deuda pública en los balances del sistema financiero correspondía a bonos públicos, mientras que el 28% restante correspondía a cartera²⁷. Esta distribución es especialmente notoria en los BECH, para los cuales los bonos públicos representan 94% del total de la deuda pública en sus balances. En el caso de los bancos comerciales, la distribución también favorece los bonos, pero de forma menos marcada, ya que 67% de la deuda pública en sus balances corresponde a estos, mientras que el 33% restante pertenece a cartera.

²⁷ En este caso la cartera incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario.

b. Deuda agregada del SPNF²⁸

Durante el último año, la deuda bruta del SPNF creció de forma acelerada, pasando de representar 54,0% del PIB en diciembre de 2001 a 61,8% del mismo en diciembre de 2002. El incremento de la deuda, que en términos reales fue de 15,1%, se debió al aumento importante de la emisión de títulos de deuda pública interna y al efecto que tuvo la devaluación sobre el saldo en pesos de deuda pública externa. Mientras que el saldo de deuda pública interna creció 16,2% en términos reales, la deuda externa lo hizo 14,0% en términos reales.

En el primer trimestre del presente año, la deuda pública siguió su trayectoria ascendente, creciendo 0,6% en términos reales²⁹. Este incremento se debió al comportamiento de la deuda externa, que valorada en pesos aumentó 2,6% en términos reales, mientras que la deuda interna se redujo 1,4% real. Este comportamiento llevó a que la deuda externa ganara participación ligeramente dentro de la deuda total del SPNF, pasando de 49,6% en diciembre de 2002 a 50,6% de la misma en marzo de 2003. Sin embargo, como se observa en el Cuadro 5, la composición deuda interna - deuda externa sigue siendo muy pareja.

La emisión de títulos continuó siendo el principal instrumento de deuda pública, y a nivel interno los bonos siguieron ganando participación como instrumentos de deuda. El aumento del monto de dichos títulos se ha fundamentado en el incremento de la tenencia de los mismos por parte de agentes externos al SPNF, lo que se ve reflejado en un aumento de la relación deuda pública neta / deuda pública bruta, relación que pasó de 82,4% en diciembre de 2001 a 84,4% en igual mes de 2002 y a 85,1% en marzo del presente año.

A continuación se presenta la evolución reciente de la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC). En

²⁹ La deuda del SPNF creció 20,0% real entre marzo de 2002 e igual mes de 2003.

²⁸ La información contenida en esta sección es de carácter provisional para 1999 y 2000, y preliminar para 2001, 2002 y 2003.

CUADRO 5
DEUDA BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)

Año	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Billones de pesos)			(Porcentaje del PIB) 1/			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual) 2/		
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	23.946,4	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,2	50,8	27,5	38,8	33,0
Dic-99	30.604,3	32.879,2	63.483,6	20,2	21,7	41,9	48,0	52,0	27,8	34,5	31,2
Dic-00	42.132,9	41.965,2	84.098,2	24,1	24,0	48,1	50,1	50,0	37,7	27,6	32,5
Dic-01	50.628,6	50.801,8	101.430,4	26,9	27,0	54,0	49,9	50,2	20,2	21,1	20,6
Dic-02	62.942,1	61.967,6	124.909,7	31,1	30,6	61,8	50,4	49,6	24,3	22,0	23,1
Mar-03	64.148,9	65.716,9	129.865,8	30,6	31,3	61,9	49,4	50,6	1,9	6,1	4,0

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

2/ Para marzo de 2003 corresponde a la variación respecto a diciembre de 2002.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

marzo de 2003, su deuda interna representaba 86,9% del total de la deuda interna del SPNF, mientras que su deuda externa representaba 85,3% de la deuda externa total del mismo.

c. Deuda del Gobierno Nacional Central

La relación deuda / ingresos del GNC continuó aumentando, al pasar de 291,7% en diciembre de 2001 a 328,7% en marzo del presente año³⁰ (Cuadro 6). Este aumento se debió al hecho que, mientras la deuda del GNC aumentó 19% real entre diciembre de 2001 y marzo de 2003, los ingresos del mismo aumentaron 5% en términos reales durante esos 15 meses.

1) Deuda interna del Gobierno Nacional Central

Durante el año 2002 la deuda interna del GNC creció 19,1% en términos reales. Este crecimiento, aunque alto, fue inferior al ritmo de incremento real anual promedio registrado entre 1995 y 2001 (24,9%). Durante los primeros tres meses del presente año el

CUADRO 6
DEUDA VS. INGRESOS DEL GNC

Año	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / Ingresos
	(Miles de millones)		
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	45.591,9	20.164,2	226,1
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
2003 (*)	111.457,5	33.911,0	328,7

(*) Marzo de 2002.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

acervo de deuda pública interna se redujo 1,0% en términos reales, fenómeno que no había ocurrido en los últimos siete años. Esta disminución constituye un alivio para la disponibilidad de recursos a nivel interno. Pese a esto, el GNC siguió ganando participación dentro de la deuda interna del SPNF, pasando de 86,5% en diciembre de 2002 a 86,9% en marzo de

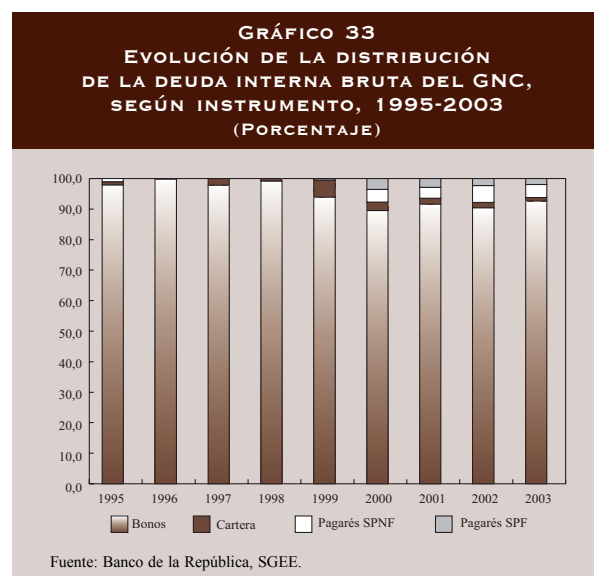
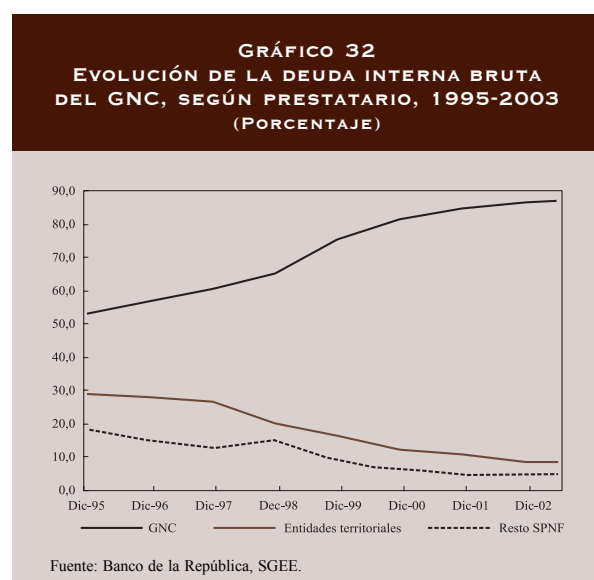
³⁰ Los ingresos totales del GNC incluyen ingresos corrientes y no corrientes. Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato correspondiente a ingresos de marzo de 2003 corresponde al dato anual de los mismos.

2003. Esto se debe al hecho de que tanto las entidades territoriales como el resto del SPNF presentaron una reducción superior de su deuda en términos reales durante el primer trimestre del año (3,3% y 5,1%, respectivamente). Esto se puede observar en el Gráfico 32.

Como ya se mencionó, el instrumento privilegiado de deuda interna del Gobierno es la colocación de bonos, que representa cerca de 93% del total. Los pagarés representan aproximadamente el 5%, y la cartera con el sistema financiero cerca del 2% restante. Esta distribución de instrumentos de deuda

pública interna continúa siendo muy similar a la de años anteriores, como se observa en el Gráfico 33.

Dentro de los títulos de deuda pública interna, los TES B han jugado un papel muy importante como instrumento de deuda. Desde 1997 estos bonos han venido representando en promedio 80% de la deuda interna del Gobierno. Por esta razón, las condiciones financieras de su colocación han jugado un papel importante en el monto de los intereses y en el tamaño del déficit. El Cuadro 7 muestra un cálculo de la tasa de rendimientos implícita de los TES B entre 1996 y 2002. Como se observa, esta tasa ha tendido a reducirse durante los últimos años. Esto implica que el servicio de la deuda interna ha tendido a disminuir vía precios. Sin embargo, en lo referente a cantidades el efecto ha sido el contrario.



2) Deuda externa del Gobierno Nacional Central

La deuda externa del Gobierno, por plazos, valorada en pesos, creció 15,7% en términos reales entre diciembre de 2001 e igual mes de 2002. Si bien esta

CUADRO 7

TASA DE RENDIMIENTOS IMPLÍCITA DE LOS TES B 1/

(1996-2002)

Año	Rendimientos	Saldo	Tasa implícita 2/	
			Nominal	Real
			(Porcentaje)	
1995	535,9	3.864,3		
1996	1.160,1	5.897,2	30,0	8,4
1997	1.635,8	9.614,1	27,7	10,1
1998	2.407,4	13.856,1	25,0	8,3
1999	4.098,3	20.100,4	29,6	20,3
2000	4.216,5	26.772,4	21,0	12,2
2001	4.020,9	33.365,3	15,0	7,4
2002	4.673,7	42.643,6	14,0	7,0

Nota: El Departamento de Fiduciaria y Valores del Banco de la República revisó la serie de pago de rendimientos de los títulos TES B a partir del año 2000.

1/ Incluye TES en pesos, en dólares y en UVR.

2/ Se calcula como pago de rendimientos realizados el año t sobre el saldo de capital vigente en el año $(t-1)$.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

tasa de crecimiento es alta, fue inferior a la tasa de aumento promedio anual del período de 1995 a 2001 (20,8%). Este aumento se debió por completo al efecto precio generado por la rápida devaluación del tercer trimestre del año pasado, puesto que, valorada en dólares, la deuda externa del Gobierno se redujo 1,0% durante el año 2002.

La deuda externa del resto del SPNF, valorada en pesos, también aumentó en términos reales durante el año pasado, pero en menor proporción que la deuda externa del Gobierno. Mientras que la deuda externa de las entidades territoriales creció 8,6% real, la del resto del SPNF creció 7,3% real. Esto llevó a que el Gobierno ganara participación dentro de la deuda externa total del SPNF, pasando de 82,9% en diciembre de 2001 a 83,9% en diciembre de 2002.

Durante el primer trimestre de este año la deuda externa del Gobierno volvió a aumentar en dólares (4,6% respecto a diciembre de 2002). En términos de pesos, este aumento fue de 8,0% nominal y de 4,5% real³¹. Mientras tanto, la deuda externa de las entidades territoriales y del resto del SPNF se redujo, tanto en dólares como en pesos constantes. Esto llevó a que nuevamente aumentara la participación del Gobierno como deudor dentro del SPNF, llegando a 85,3% en marzo del presente año. Esto se observa en el Gráfico 34.

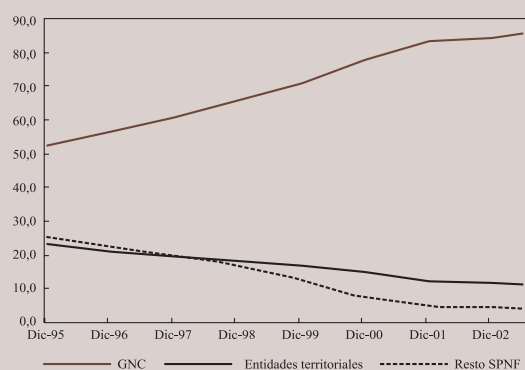
Por otra parte, la tendencia hacia la pérdida gradual de importancia de los bonos como instrumentos de deuda pública externa, que se mencionó en el Reporte anterior, continuó durante el segundo semestre del año pasado y el primer trimestre del presente año. Estos, que en diciembre de 2001 representaban 62,2% de la deuda externa del Gobierno, pasaron a representar 61,8% de la misma en diciembre de 2002, y 59,8% en marzo de 2003, como se aprecia en el Gráfico 35. La reducción de participación de bonos del Gobierno dentro de la deuda externa fue ganada

por organismos multilaterales, que a marzo representaban 33,6% de la misma. Los organismos bilaterales, la banca comercial y los proveedores han mantenido su participación relativamente estable durante los últimos años.

Dado que la mayor proporción de la deuda corresponde a bonos, ésta es muy sensible a las variaciones en las condiciones del mercado.

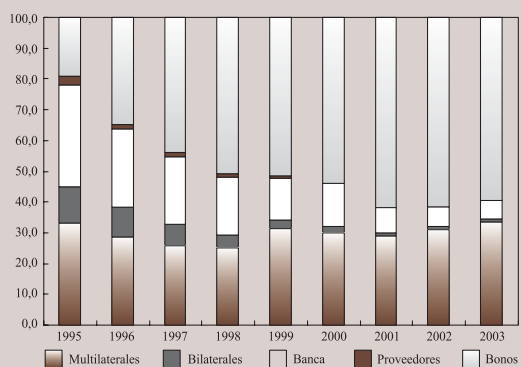
En lo que se refiere a las condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados por el sector público con el exterior, se observa en el Cuadro 8 que la tasa de interés nominal promedio se redujo de

GRÁFICO 34
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA
DEL SPNF, SEGÚN PRESTATARIO, 1995-2003
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 35
DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
DEL GNC, SEGÚN PRESTATISTA, 1995-2003
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

³¹ El aumento de la inflación durante los primeros tres meses del año fue mayor que el aumento de la devaluación nominal. Esto implica que el aumento de la deuda externa en dólares sea superior al aumento de la deuda externa en pesos constantes.

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

Fuente: Banco de la República, SGEE.

forma importante entre 2001 y 2002, al pasar de 9,4% en el primer año a 7,8% en el segundo. Los períodos promedio de gracia y amortización de la deuda se redujeron, pero de forma ligera. Es importante señalar que buena parte de la reducción de la tasa de interés nominal promedio se debe al hecho que durante el año pasado se redujo de forma muy importante la emisión de bonos externos por parte del sector público. Los préstamos durante ese año se contrataron primordialmente con proveedores, banca comercial y organismos multilaterales.

Otro aspecto positivo es que los mercados vienen percibiendo progresivamente un menor riesgo país, lo que se ve reflejado en el comportamiento del *spread* cobrado sobre bonos externos, como se observa en el Gráfico 1 de la sección "Entorno macroeconómico y resumen y conclusiones". Este fenómeno, no obstante, ha sido común para el resto de economías emergentes, como lo muestra el comportamiento del Emerging Market Bond Index (EMBI). Resulta importante que el ajuste del sector público continúe, de modo que la mejor percepción que tienen los mercados del sector público no se revierta.

d. Deuda territorial

La deuda territorial con las entidades financieras disminuyó a lo largo de 2002 y lo continuó haciendo durante los primeros tres meses de 2003 al pasar de representar \$3,5 b en diciembre de 2001 a \$3,2 b en marzo de 2003 a precios constantes de marzo de 2003³² (Gráfico 36). En términos reales este cambio muestra una reducción de 14% en el saldo de la deuda para los últimos 15 meses con respecto a diciembre de 2001, lo que ha significado tan solo una leve caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de los activos del sistema financiero, al pasar de representar 3,7% en diciembre de 2002 a 3,6% en marzo de 2003. Es importante resaltar que la tasa de decrecimiento real de la deuda territorial durante los primeros tres

³² El cálculo de la deuda territorial solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluyen las empresas municipales y departamentales, ni las entidades municipales y departamentales de seguridad social, entre otros. 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, la cual ascendió en marzo de 2003 a \$778 mm.

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



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

meses del año ha sido acelerada (7,3%), ya que es equivalente a la tasa observada para todo el año 2002.

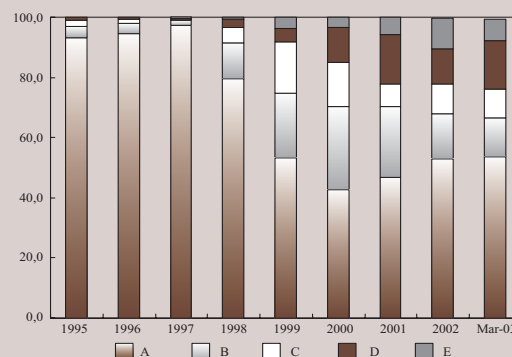
1) Endeudamiento y calidad³³

Durante el primer trimestre del año, la calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría con respecto a los años anteriores. La participación de las deudas con una calificación de A aumentó cuatro puntos porcentuales desde septiembre del año pasado, alcanzando a representar el 54% de la deuda territorial en marzo de 2003. Se observa que durante los primeros meses del año ha aumentado la proporción de créditos con una calificación de D al haber pasado de representar el 12% al final del año pasado a 16% en marzo de 2003, sin embargo, simultáneamente se observa una disminución en la participación de los créditos con la peor calificación. Lo que haría pensar que una parte de los peores créditos han mejorado levemente su comportamiento de pago (Gráfico 37).

Una de las principales razones detrás de la mejora en la calidad de los créditos de los territorios ha sido la posibilidad de reestructurar deudas con el sistema financiero gracias a las leyes 550 de 1999 y

³³ 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.

GRÁFICO 37
CALIDAD DE LA CARTERA DE LOS TERRITORIOS
(PORCENTAJE)



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

617 de 2000³⁴. La reforma tributaria de 2000 también tuvo un impacto positivo sobre la calidad de la deuda territorial al autorizar retiros del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), por una sola vez, para el pago de la deuda vigente al 29 de diciembre de 2000 de los departamentos y municipios³⁵.

Los siete territorios más endeudados con el sistema financiero, incluyendo a Bogotá, disminuyeron levemente su participación en la deuda total de los territorios durante los primeros tres meses del año, al pasar de representar el 75% de la deuda territorial en diciembre de 2002 a 74% en marzo del presente año (Gráfico 38)³⁶. Esta disminución se debió

³⁴ Uno de los aspectos fundamentales de la Ley 617 de 2000 es la garantía del Gobierno Nacional sobre el 40% del valor del crédito reestructurado y de 100% sobre nuevos créditos para un ajuste fiscal, siempre y cuando el territorio cumpla con todas las condiciones estipuladas en la ley. La Ley 550 de 1999 permite la reestructuración de los créditos bajo un acuerdo con los acreedores y sin necesidad de declararse en concordato.

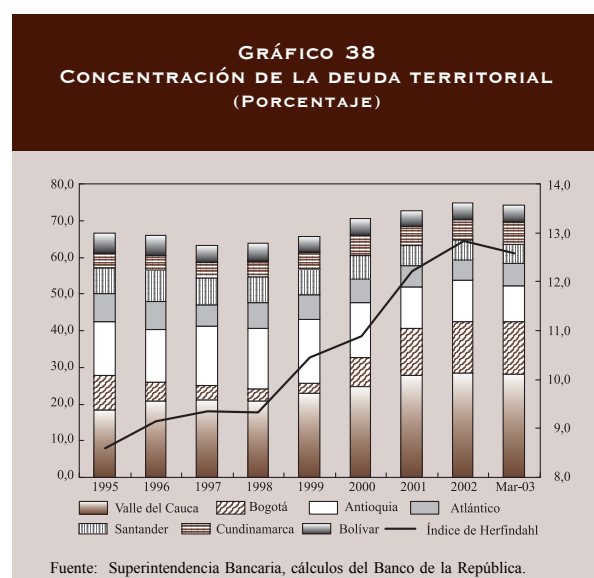
³⁵ La reforma tributaria fue aprobada como la Ley 633 de 2000, en la cual el artículo 133 autoriza los retiros del FAEP por parte de sus miembros. El Decreto 1939 de 2001 reglamentó los retiros y aclaró que los departamentos productores de hidrocarburos son Arauca y Casanare, y los municipios productores son Arauca, Arauquita, Aguazul y Tauramena.

³⁶ Los territorios más endeudados, en su orden descendente, son Valle del Cauca, Bogotá, Antioquia, Atlántico, Santander, Cundinamarca y Bolívar. Se considera como deuda de un territorio, la suma de la deuda de la gobernación y la deuda de los municipios circunscritos al departamento.

principalmente a que la participación de la deuda de Antioquia cayó durante el mismo período de tiempo. Cabe resaltar que el Valle del Cauca continúa siendo el departamento que mayor deuda concentra, al tener el 28% de la deuda total de los territorios.

Si se toma el índice de Herfindahl como una medida de la concentración de la deuda, se observa que la deuda territorial ha dejado su tendencia a concentrarse en unos pocos territorios durante el primer trimestre del año, al mostrar una estabilización del índice alrededor de un nivel de 12,5% para el año en curso (Gráfico 38). A pesar de que el índice de Herfindahl muestra una moderada concentración de la deuda territorial, es tranquilizante observar que éste ha dejado de crecer para estabilizarse e inclusive descender ligeramente³⁷. Al calcular el índice sobre la participación de las entidades financieras en los créditos otorgados a los territorios, se observa que este nunca ha superado el 10% desde 1995, mostrando así que la exposición al riesgo de no pago de la deuda territorial se encuentra repartida equitativamente entre varias entidades financieras.

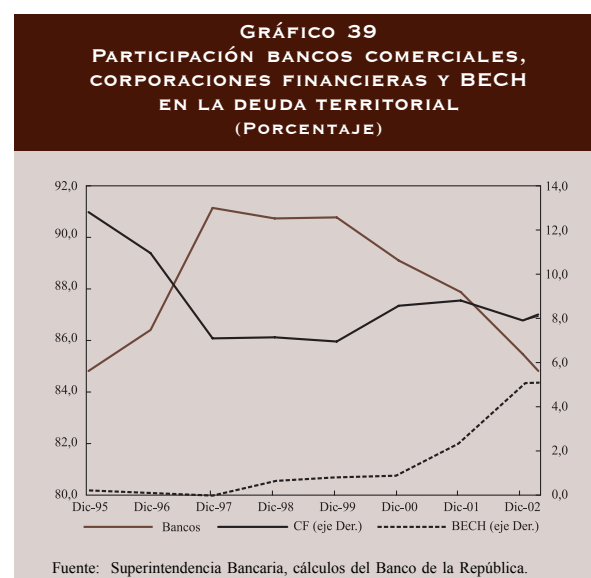
³⁷ Desde estándares internacionales, un mercado con un indicador superior al 10%, pero inferior al 18%, es considerado moderadamente concentrado. Mercados con índices mayores que 18% se consideran como concentrados y cualquier cambio de 1% en el índice bajo este tipo de mercados genera preocupaciones monopólicas.



Los bancos comerciales continúan siendo los principales prestamistas de las entidades territoriales al representar el 85% de los recursos otorgados, seguidos de las corporaciones financieras (8,1%) y los BECH (5,1%). En el Gráfico 39 se observa que desde 1999 los bancos comerciales han venido disminuyendo su participación en los préstamos otorgados a las entidades territoriales, y, en lo corrido del año, esta tendencia se ha conservado. En el gráfico también se observa que desde 1997 los BECH han aumentado su participación gradualmente, alcanzando en marzo de 2003 el 5,1% de los préstamos otorgados.

Dentro del grupo de los siete más endeudados, continúan sobresaliendo tres por su alto nivel de endeudamiento con el sistema financiero, estos son: Valle del Cauca, Bogotá y Antioquia.

El nivel de crédito de los territorios más endeudados con el sistema financiero disminuyó durante el año 2002 y lo continuó haciendo durante el primer trimestre de 2003. El acervo de deuda del Valle del Cauca a marzo de 2003 ascendía a \$909 mm de 2003, una disminución de 8,2% en términos reales con respecto a diciembre del año pasado, (Gráfico 40). La principal razón detrás de esta disminución en el endeudamiento se debió a que Cali dejó de adquirir nuevas deudas con el sistema financiero, las cuales



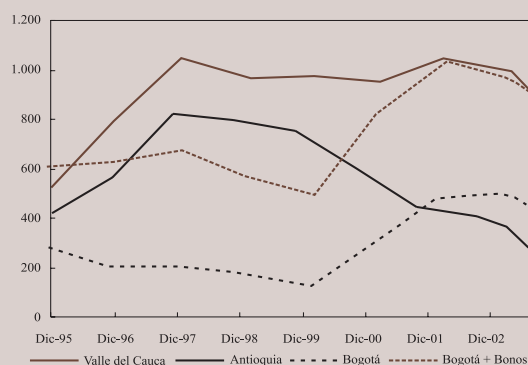
habían crecido desde 1998, y además disminuyó el nivel de las existentes en un 4,8% durante los tres primeros meses del año. Este hecho evidencia que Cali ha dejado atrás las altas tasas de endeudamiento observadas durante 2000 y 2001, 18% y 25% en términos reales, respectivamente.

En el Gráfico 40 también se puede observar que Antioquia ha continuado disminuyendo su nivel de endeudamiento, y durante lo corrido del año lo ha hecho a un ritmo acelerado (18%). El hecho más importante del nivel de endeudamiento de Antioquia, medido a precios constantes de 2003, es que para el final del primer trimestre su nivel es inferior al observado para diciembre de 1995. Es importante resaltar que durante los primeros tres trimestres del año, la deuda de Bogotá ha revertido su tendencia creciente para decrecer a un ritmo de 5,7%. Al incluir la deuda en bonos del distrito en el cálculo, se observa que la tasa de decrecimiento se mantiene.

Entre los territorios más endeudados con el sistema financiero, el Valle del Cauca y Bolívar continúan mostrando los peores indicadores de calidad de la deuda. Para el caso de Bolívar, la calidad de su deuda ha continuado mejorando a lo largo del año en curso, al observarse que la participación de sus créditos con una calificación de A dentro del acervo completo

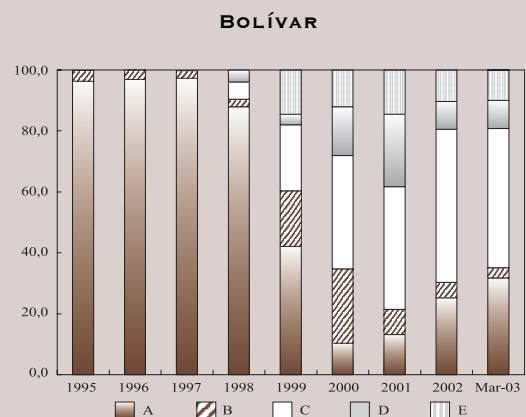
de la deuda ha aumentado (Gráfico 41). Lo mismo no es válido para el Valle del Cauca, quien vio descender la participación de sus créditos tipo A de 27% a 25% durante el mismo período. Además, en la composición de la cartera del Valle del Cauca se observa otro factor preocupante, una mayor proporción de los créditos se está clasificando en la categoría D en el año 2003, al pasar de representar el 22% en diciembre de 2002 a 39% en marzo, lo cual quiere decir que más de una tercera parte de estos créditos ya han sido considerados como de difícil cobro y representan un riesgo significativo para las entidades financieras (Gráfico 41). Cabe resaltar, por último, que los demás departamentos con mayor acervo de deuda continúan mostrando una recuperación lenta en la calidad de su deuda.

GRÁFICO 40
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA TERRITORIAL
CON EL SISTEMA FINANCIERO
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE MARZO DE 2003)

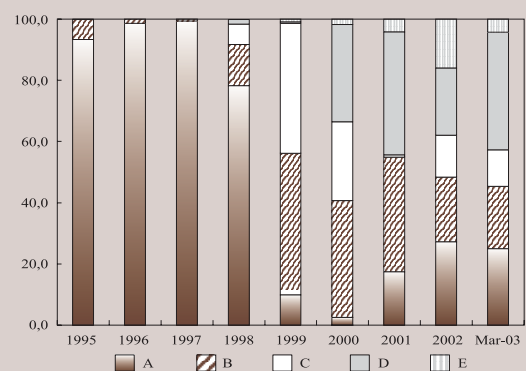


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

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



VALLE DEL CAUCA



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

2) Capacidad de pago de los deudores

Al igual que en el reporte anterior, se construyó un indicador que relaciona la deuda de cada territorio con sus ingresos totales³⁸. Mientras más alta sea la deuda de los territorios como proporción de sus ingresos, mayor es el riesgo incurrido por el sistema financiero al otorgar créditos a los territorios.

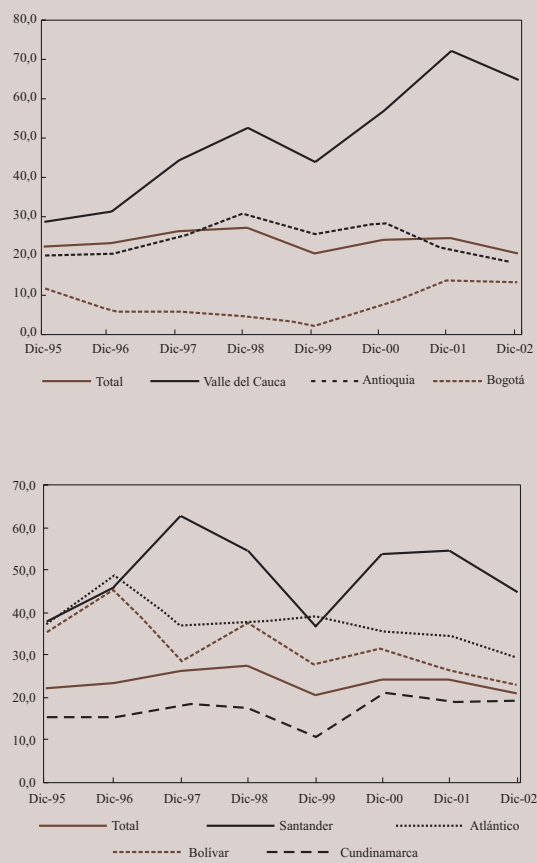
De los siete territorios más endeudados con el sistema financiero, todos presentaron una disminución en el indicador de deuda a ingreso durante el 2002. El caso del Valle del Cauca es el más tranquilizante, ya que después de dos años consecutivos de deterioro considerablemente del indicador, en 2002 mostró una mejora significativa al pasar de un nivel de 72% en diciembre de 2001 a uno de 65% en diciembre de 2002. Sin embargo, aún continúa siendo el indicador más alto entre todos los departamentos de Colombia³⁹ (Gráfico 42).

Los territorios de Antioquia y Bolívar continuaron disminuyendo lentamente el indicador durante 2002. Para el primero, la relación de deuda-ingreso se redujo en tres puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2001, ubicándose en 18% para diciembre de 2002, ligeramente por debajo del indicador para la totalidad de la deuda territorial. La disminución en la relación se debió principalmente a la caída de 9% en términos reales del endeudamiento de Antioquia durante el año pasado. Para el caso de Bolívar, la relación de deuda a ingreso se redujo en tres puntos porcentuales debido a una disminución en su endeudamiento de 3,7% durante 2002 y a un aumento de 11% en términos reales de los ingresos del territorio.

³⁸ Los ingresos totales de un territorio son la suma de la ejecución presupuestal de los ingresos de los departamentos, municipios capitales y municipios no capitales. Los ingresos se componen de los ingresos tributarios, no tributarios y de capital. La fuente de esta información es la Contraloría General de la República y la información está disponible hasta diciembre de 2002.

³⁹ La mejora en el indicador se debe principalmente a un aumento en los ingresos del territorio de 5,5% en términos reales durante 2002, además de la reducción en el endeudamiento de 5,1% durante el mismo año. Al analizar la fuente de los ingresos del Valle del Cauca, se observa que en términos reales los ingresos tributarios de 2002 aumentaron en más de una cuarta parte con respecto a 2001, alcanzando así los \$886 mm a precios de marzo de 2003.

GRÁFICO 42
DEUDA TERRITORIAL, COMO PORCENTAJE
DEL INGRESO REGIONAL



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

e. Conclusiones

Luego de aumentar de forma sostenida durante seis años, la exposición del sistema financiero ante la deuda pública (medida como la relación entre crédito al sector público y activo del sistema financiero) se redujo entre diciembre de 2001 y marzo de 2003. Este comportamiento fue común para los bancos comerciales y los BECH. Los primeros siguen siendo las entidades más expuestas de forma directa ante la deuda del SPNF.

Si bien la deuda del SPNF ha seguido aumentando, durante el primer trimestre del año 2003 se redujo el ritmo de incremento de la deuda, luego de que durante el año pasado ésta creció de forma acelerada debido

al aumento de colocación de bonos a nivel interno y a la fuerte devaluación experimentada durante el segundo semestre del año. Esto mismo ha sucedido con el ritmo de aumento del desbalance entre ingresos y deuda del Gobierno, que sigue siendo el principal deudor dentro del sector público.

Resulta positivo el hecho de que recientemente han mejorado las condiciones financieras de la deuda pública, en el sentido de que se ha reducido la tasa de interés real implícita de los TES B y de la deuda externa, como ya se mostró. Así mismo, ha mejorado la percepción que tienen los mercados acerca de la solvencia del Gobierno, lo que se ve reflejado en una reducción de los spreads de la deuda pública. Resulta necesario que el ajuste del sector público continúe, de modo que la mayor confianza de los mercados en este sector no se vaya a revertir.

De acuerdo con todo lo anterior, parecería que el riesgo que representa la deuda del sector público para el sistema financiero se ha venido reduciendo durante los últimos meses. No obstante, queda pendiente observar el comportamiento de la colocación de deuda del SPNF en este último en los próximos meses. De acuerdo con los últimos datos de programación fiscal, el SPNF requeriría aumentar su endeudamiento en casi \$1,7 b adicionales con el sistema financiero, incluyendo las IOE, durante este año.

La deuda territorial se redujo durante 2002 y lo ha continuado haciendo durante los primeros tres meses de 2003. En términos generales, la exposición se ha moderado y la calidad de la deuda ha mejorado. El riesgo más importante continúa siendo la reducción en la calidad del endeudamiento del Valle del Cauca, a pesar de haber presentado una mejora en sus indicadores de solvencia.

SISTEMA FINANCIERO

El presente capítulo tiene la intención de ilustrar la evolución de las principales variables del sistema financiero durante el último año, con especial énfasis en los seis meses (diciembre de 2002 a mayo de 2003). Para tal fin, se seguirán los acervos de activos y pasivos del sistema, se estudiará la evolución de su rentabilidad, y se medirá su exposición frente a los principales riesgos inherentes al negocio del sector.

A. EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL BALANCE

1. Posiciones activas

El activo del total del sistema financiero se incrementó marginalmente en el último año. En efecto, tal como lo muestra el Gráfico 43, el nivel del activo aumentó 0,8% real entre mayo de 2002 e igual mes de 2003.

En lo que respecta a la cartera de créditos, se puede observar a través del Gráfico 44 un crecimiento de 3,8% real anual a mayo de 2003. Esta dinámica del crédito, que no se observaba desde 1997, constituye uno de los hechos más relevantes del último semestre en el sistema financiero.

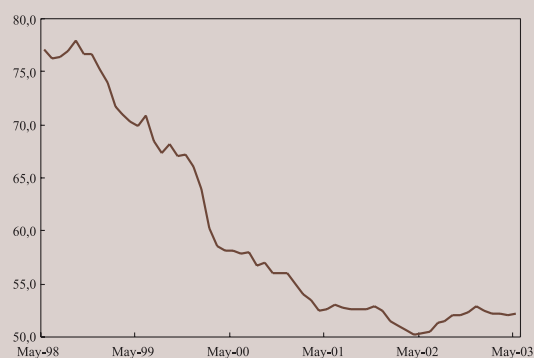
Un análisis más detallado muestra que la evolución de la cartera de créditos no ha sido uniforme entre los distintos tipos de créditos ni entre los diferentes tipos de entidades que componen el sistema financiero (Gráfico 45). En efecto, cuando se analiza el crecimiento anual de la cartera por tipo de préstamo, se destaca el enorme dinamismo que han tenido los microcréditos (182% de crecimiento real anual en

GRÁFICO 43
ACTIVO EN PESOS DE MARZO DE 2003
(TOTAL SISTEMA)
(BILLONES DE PESOS)



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

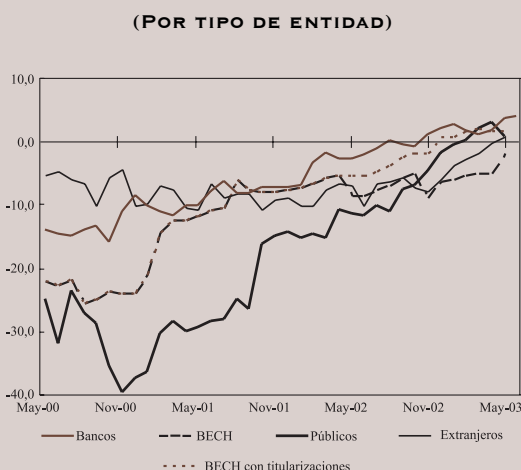
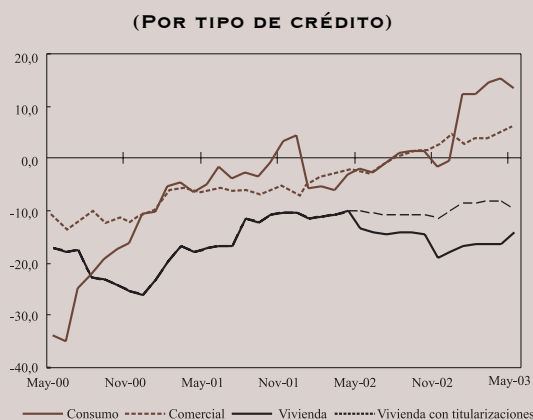
GRÁFICO 44
CARTERA BRUTA INCLUYENDO TITULARIZACIONES
(BILLONES DE PESOS DE 2003)



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

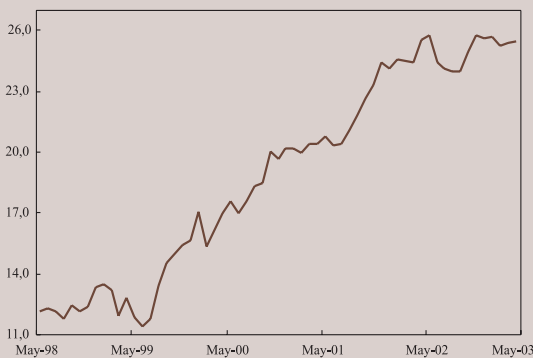
mayo), la cartera de consumo (que creció 13% real anual), y la cartera comercial (crecimiento de 7%). El único crédito que está creciendo a tasas reales negativas es el crédito de vivienda (-14%). Parte de la

GRÁFICO 45
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LA CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 46
INVERSIONES TOTAL SISTEMA
(BILLONES DE PESOS DE MAR. 2003)



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

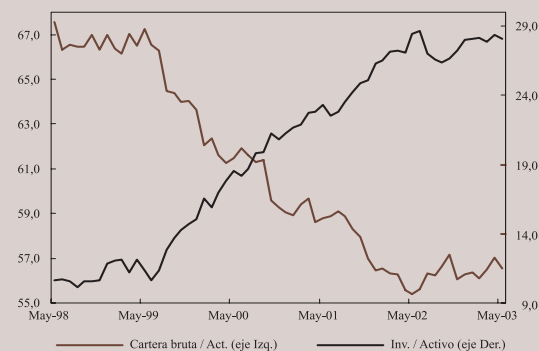
explicación de dicho decrecimiento se puede atribuir a las titularizaciones de cartera hipotecaria llevadas a cabo durante el año 2002, y que redujeron la cartera de vivienda en cerca de \$1 b. Sin embargo, aun si se tiene en cuenta este monto, dicha cartera sigue exhibiendo crecimientos reales negativos (-10%).

Por otro lado, cuando se estudia el comportamiento de la cartera por grupo de entidades es posible observar el crecimiento positivo que ha tenido en los bancos comerciales (crecimiento en mayo de 6% real anual). Por otro lado, se observa que por primera vez desde noviembre de 1998, las entidades extranjeras muestran crecimientos anuales positivos a mayo de 2003 (1% real). Por último, se puede apreciar que la cartera de los BECH (excluyendo los montos titularizados) no logra aún un crecimiento positivo, a pesar del progreso que se observa desde finales de 2000.

En lo que respecta a las inversiones, es posible notar su dinámica positiva después de la crisis de los TES ocurrida entre julio y agosto de 2002 (Gráfico 46). En efecto, después de esta fecha y hasta mayo de 2003, las inversiones crecieron cerca del 5% real, como consecuencia, primero, de la titularización de cartera hipotecaria ocurrida en noviembre y segundo, por una leve recuperación en los precios de los títulos de deuda pública.

El balance de los movimientos anteriores permite concluir que la cartera ha ganado marginalmente participación en el total de activos del sistema, constituyendo 56,5% del total de los activos a mayo de 2003, mientras que las inversiones han recuperado la participación perdida durante los últimos meses de 2002, lo que ha permitido que su participación se establezca alrededor de 28% durante los primeros cinco meses del presente año (Gráfico 47). Este comportamiento coincide con reducciones del resto de activos, en especial de los bienes recibidos en pago, las cuentas por cobrar, y de los fondos interbancarios y pactos de reventa, que han decrecido en términos reales 20%, 18% y 13%, respectivamente, durante el último año.

GRÁFICO 47
PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES
Y LA CARTERA BRUTA SOBRE EL ACTIVO TOTAL
(PORCENTAJE)



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

2. Posiciones pasivas

En el caso del pasivo (Gráfico 48), se aprecia una leve recuperación en el nivel de captaciones entre mayo de 2002 y de 2003. En efecto, las tasas reales de crecimiento están de nuevo comenzando a ser positivas, aunque aún son pequeñas. De esta manera, es posible constatar que poco a poco comienza a ceder el relativo estancamiento de las captaciones del sistema financiero que se evidenció en el Reporte de Estabilidad Financiera de diciembre de 2002.

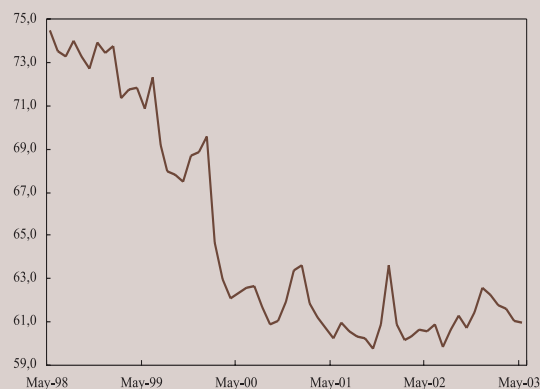
Por lo anterior, se puede afirmar que, dado el crecimiento de la cartera de créditos, las tasas de crecimiento de los depósitos deben reaccionar aún más (como lo muestran los resultados preliminares de junio). De lo contrario, a pesar de que actualmente la liquidez del sistema financiero se encuentra en niveles adecuados, es posible que en el mediano plazo la falta de fuentes de financiamiento de esta cartera pueda ejercer presiones al alza de las tasas de interés. Esta alza cobraría aún más importancia si la demanda elevada de recursos de agentes como el SPNF continúa en los niveles actuales, presionando por los excesos de liquidez del resto de la economía.

3. Apalancamiento

Una vez analizada la evolución de los activos y pasivos del sistema, resulta conveniente determinar

GRÁFICO 48
CAPTACIONES

BILLONES DE PESOS DE 2003



CRECIMIENTO REAL ANUAL (PORCENTAJE)

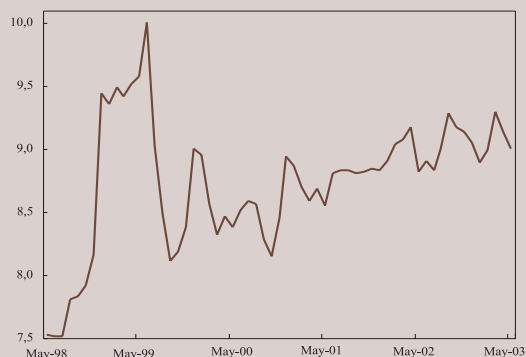


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

su nivel de apalancamiento con el fin de capturar posibles variaciones en la forma como las entidades de crédito están financiando su activo. En el Gráfico 49 se observa que la razón activo a patrimonio se ha mantenido relativamente constante entre el último trimestre de 2002 y lo corrido de 2003. Su variación ha sido pequeña en ese período, oscilando entre \$8,9 y \$9,3 de activo por cada peso de patrimonio.

De esta manera, se puede afirmar que, dado el relativo estancamiento que ha tenido el activo durante los últimos seis meses, el nivel de patrimonio no ha cedido, manteniendo el nivel de apalancamiento sin grandes variaciones.

GRÁFICO 49
APALANCAMIENTO: ACTIVO / PATRIMONIO
(PORCENTAJE)



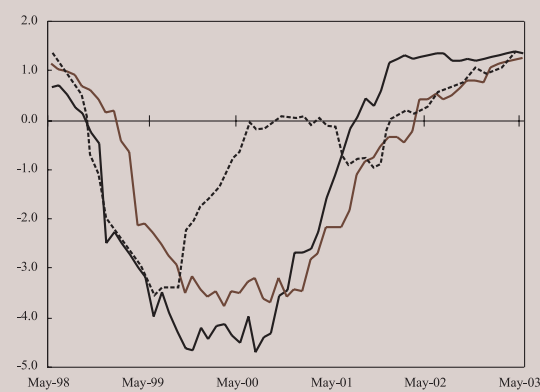
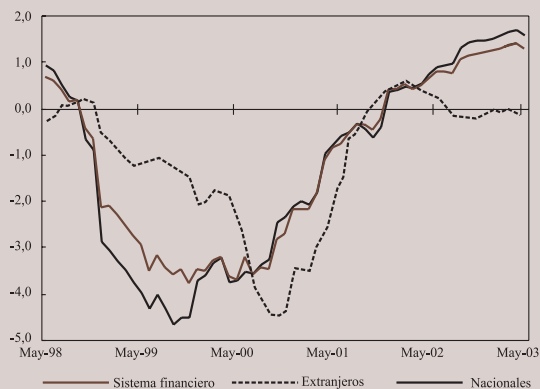
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

B. RENTABILIDAD

La rentabilidad del sistema financiero continuó con su tendencia positiva durante el último trimestre de 2002 y los primeros cinco meses de 2003. El indicador de utilidad anualizada sobre activo promedio (Gráfico 50) muestra una rentabilidad promedio de 1,28% para la totalidad del sistema financiero en el mes de mayo. Este nivel no está muy alejado de los niveles de rentabilidad del activo promedio exhibidos en 1996 (1,39%), dos años antes de la crisis financiera.

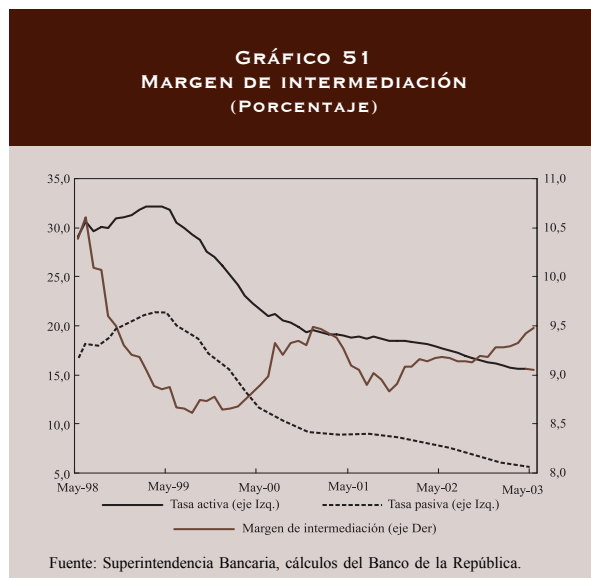
En el caso de las entidades nacionales, su rentabilidad continuó muy por encima de las extranjeras (1,58% contra -0,19%). En lo que respecta a la comparación en rentabilidad entre los bancos comerciales y los BECH, se puede notar un cierre en la brecha que se observaba antes de agosto de 2002. De esta forma, los BECH presentaron una rentabilidad del activo de 1,42% para el mes de mayo de 2003, rentabilidad superior a la de los bancos comerciales (1,37%) y a la del promedio del sistema. Dicha recuperación está influenciada, en parte, por las utilidades obtenidas como resultado del proceso de titularización de cartera hipotecaria llevada a cabo el año anterior.

GRÁFICO 50
RENTABILIDAD DEL ACTIVO: UTILIDAD / ACTIVO
PROMEDIO
(PORCENTAJE)



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

Otro indicador que permite evaluar la gestión del sistema en lo que a rentabilidad se refiere, está relacionado con el margen obtenido por la labor de intermediación. En el Gráfico 51, se observa la evolución reciente de la tasa activa implícita (definida como la razón entre los ingresos por cartera sobre la cartera productiva), y la tasa pasiva implícita (construida como el costo de los pasivos sobre todos los pasivos con costo). El diferencial multiplicativo de ambas tasas (margen de intermediación), muestra un incremento de 0,2 puntos porcentuales entre diciembre de 2002 y mayo de 2003, situándose en 9,5% para esta fecha. Esta leve mejora en el negocio de intermediación financiera, consistente con los indicadores de rentabilidad del activo mostrados anteriormente, muestra una labor de intermediación

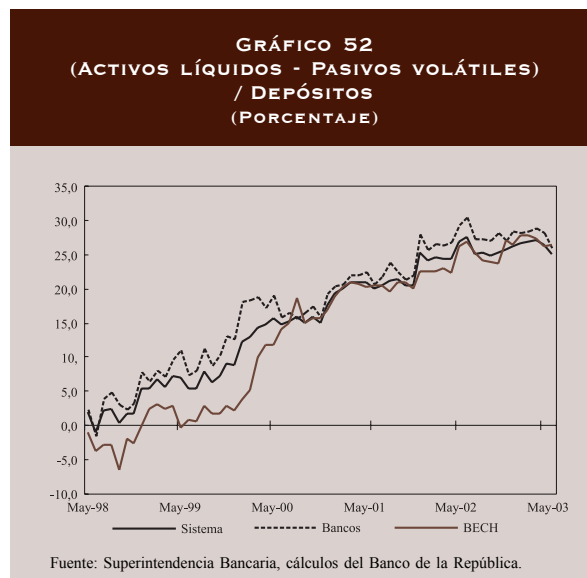


más rentable, lo que potencialmente podría incentivar la colocación de más cartera de créditos en el futuro.

C. EXPOSICIÓN A RIESGOS

1. Liquidez

Dada la naturaleza de la labor de intermediación, las entidades financieras están expuestas a potenciales problemas de liquidez sobre todo cuando su transformación de plazos entre el pasivo y el activo es demasiado alta, o cuando se da una corrida importante de los depósitos más líquidos. Con el fin de tener una idea de la situación de la liquidez del total del sistema se construyó un indicador como la resta de los activos líquidos y los pasivos volátiles sobre la totalidad de los depósitos. A medida que este indicador aumenta, las entidades financieras tendrían menos problemas de liquidez en caso de que ocurriera un retiro repentino de sus depósitos. El Gráfico 52 ilustra que este indicador se encuentra en uno de sus niveles más altos desde 1998, lo que no hace prever mayores inconvenientes de liquidez en el corto plazo. Cabe destacar el progreso que han tenido los BECH en este campo, ya que las características de su negocio las hacen muy vulnerables a los problemas de liquidez. En efecto, a partir de junio de 2000, este



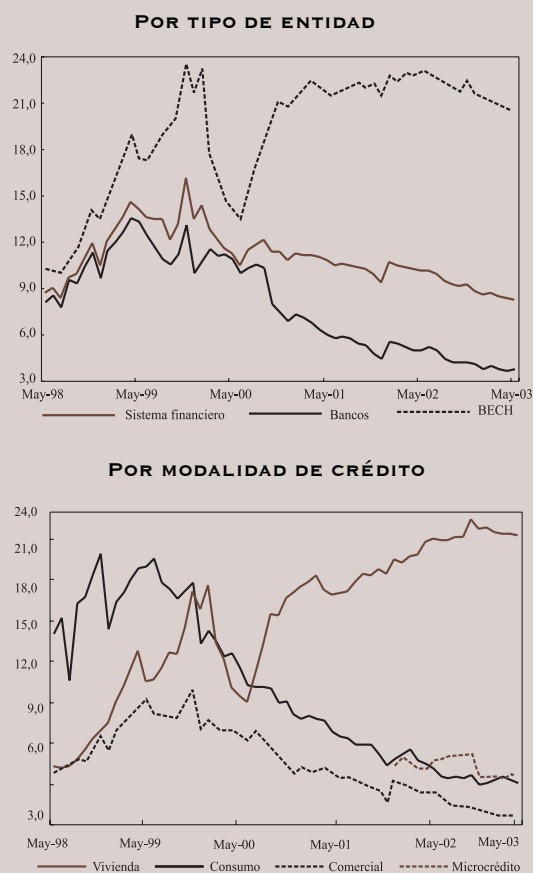
grupo de entidades cerró la brecha con respecto al promedio del sistema en la tenencia de activos líquidos, lo que muestra su avance por cubrirse ante potenciales problemas de liquidez.

2. Riesgo de crédito

La exposición al riesgo de crédito del total del sistema financiero continuó con su senda descendente durante el último trimestre de 2002 y lo corrido de 2003 (Gráfico 53). La proporción de cartera vencida sobre la cartera bruta se redujo de 9,22% en septiembre de 2002 a 8,23% en mayo de 2003. Esta tendencia se ha mantenido tanto en bancos comerciales como en BECH (caída de 0,5% y 1,7%, respectivamente, durante el mismo período), si bien los niveles de estos últimos siguen siendo demasiado elevados (20,3% a mayo de 2003).

Cuando se analiza la calidad de la cartera por tipo de crédito, se puede notar un descenso en el riesgo de crédito de la cartera comercial, de consumo y microcrédito. Todos estos tienen, a mayo de 2003, proporciones de vencimientos inferiores al 6,5%. Esta mejoría tiene orígenes diferentes dependiendo del tipo de crédito (Cuadro 9). En efecto, en el caso de la cartera comercial, la reducción del indicador en el último año obedece a una reducción tanto de la cartera vencida (numerador) como un aumento de la cartera bruta (denominador). La cartera de consumo, por el

GRÁFICO 53
CRATERA VENCIDA / CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



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

CUADRO 9
CAMBIOS EN LA CARTERA VENCIDA Y CARTERA
BRUTA POR MODALIDAD DE CRÉDITO,
(MAY/02-MAY/03)
(PORCENTAJE)

	Cartera	
	Vencida	Bruta
Comercial	(22,0)	15,0
Consumo	(1,0)	22,0
Microcrédito	172,5	203,4
Vivienda	(5,6)	(8,0)

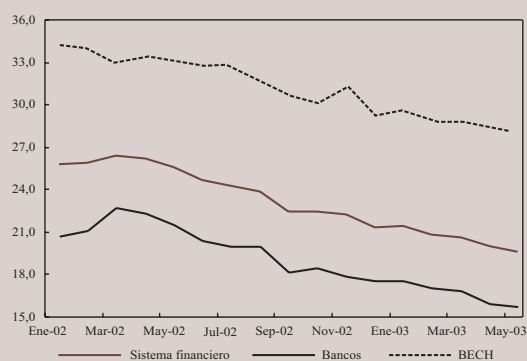
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

contrario, no vio reducidos sus niveles de cartera vencida, por lo que la mejora de su calidad obedece exclusivamente a aumentos en la cartera bruta. Un caso similar exhiben los microcréditos, pues su cartera bruta aumentó más que proporcionalmente que la cartera vencida, lo que redujo el indicador analizado.

Un comportamiento totalmente opuesto ha exhibido la cartera de vivienda. En efecto, su calidad siguió deteriorándose en el último trimestre de 2002 y los primeros meses de 2003, aunque a tasas más bajas que en años anteriores. De este modo, entre septiembre de 2002 y mayo de 2003, el indicador de calidad se deterioró en 0,13% para situarse en 24,19%. La persistencia en este nivel es la responsable de que la calidad de la cartera de los BECH continúe en los niveles mencionados. Como se aprecia en el Cuadro 9, este deterioro obedece a una reducción en el denominador (cartera bruta de vivienda) que no logra ser compensada con las disminuciones del numerador (cartera vencida de vivienda).

Otro indicador que también otorga información importante sobre la magnitud del riesgo crediticio es la proporción de cartera riesgosa a cartera bruta. En el Gráfico 54, se aprecia que la tendencia descendente que exhibe este indicador desde enero de 2002, se ha mantenido en los últimos meses (entre septiembre de 2002 y mayo de 2003, el indicador se redujo en 2,8 puntos para la totalidad del sistema, y en 2,5 puntos

GRÁFICO 54
PROPORCIÓN DE CARTERA RIESGOSA
SOBRE CARTERA BRUTA
(PORCENTAJE)



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

para BECH y bancos comerciales). Estas cifras, junto con los indicadores de cartera vencida, confirman entonces que la exposición general al riesgo de crédito se ha reducido de manera importante en el sistema, y se encuentra en uno de sus niveles más bajos de los últimos años.

Con el fin de poder hacer sostenible esta dinámica de la calidad de la cartera, debe ponerse especial atención en el mantenimiento de una buena asignación de la cartera, por lo cual es necesario monitorear especialmente la evolución de las nuevas asignaciones de crédito haciendo énfasis en los segmentos que presentan elevados crecimientos de dicha cartera.

El análisis de la exposición al riesgo de crédito se puede complementar con el estudio de la evolución del cubrimiento que realizan las entidades frente a este riesgo. Para tal fin, se toma la relación entre las provisiones y la cartera vencida o riesgosa.

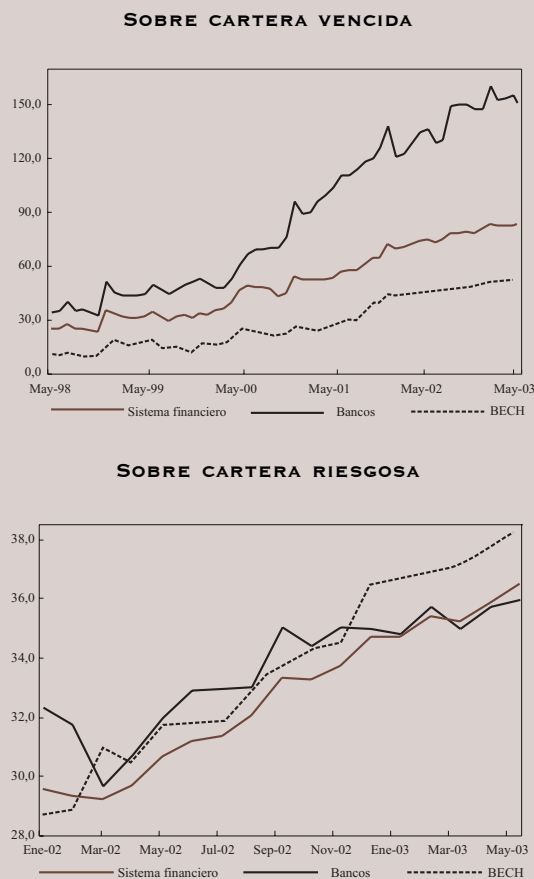
De acuerdo con el Gráfico 55, el cubrimiento de la cartera mejoró en los últimos meses. Al tomar el indicador de provisiones sobre cartera vencida se observa que el cubrimiento mejoró entre septiembre de 2002 y mayo de 2003. El indicador para el total del sistema aumentó 6,6% entre estas fechas. Comportamientos similares se observan en el caso de BECH, y en menor medida en bancos comerciales.

El indicador de provisiones a cartera riesgosa, también presenta progresos para la totalidad del sistema. Cabe destacar, al igual que en el caso del indicador anterior, la mejora en el cubrimiento de los BECH (que aumentaron el indicador en 13,6 puntos en el período mencionado), mientras que los bancos comerciales apenas vieron aumentado su nivel de cubrimiento en 2,5 puntos porcentuales.

3. Solidez patrimonial

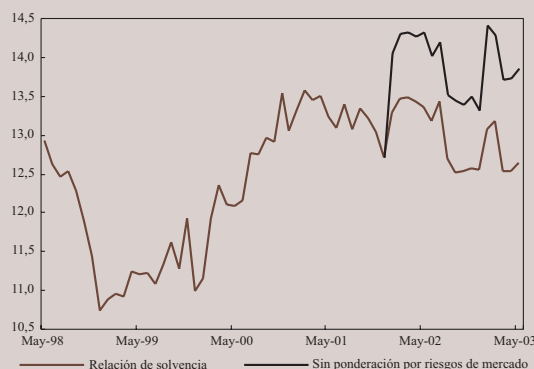
La solvencia del sistema financiero ha tenido oscilaciones importantes en los últimos meses, sin que, en ningún caso se haya visto comprometida la estabilidad del sistema (el nivel más bajo del último año no ha estado por debajo del 12,5%) (Gráfico 56).

**GRÁFICO 55
PROVISIONES DE CARTERA
(PORCENTAJE)**



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

**GRÁFICO 56
RELACIÓN DE SOLVENCIA, TOTAL SISTEMA
(PORCENTAJE)**



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

El incremento y posterior disminución de casi un punto porcentual en septiembre de 2002 obedece a una modificación en la contabilización de ciertas inversiones en el balance. Después de dicho mes, la solvencia se mantuvo bastante estable (alrededor del 12,5%) hasta diciembre de 2002, registrando niveles similares a los de marzo de 2003⁴⁰.

D. CONCLUSIONES

El sector financiero ha comenzado a exhibir crecimientos importantes en su cartera de créditos, como no se había visto desde antes de la crisis de 1998-1999. Esta reactivación del crédito es más clara en el caso del microcrédito, en los créditos de consumo y en los comerciales, y constituye el hecho más relevante del último semestre en el sector financiero. Este comportamiento ha llevado a que la mayor exposición del sistema financiero se concentre en el sector empresarial, mientras que la exposición hacia los hogares se incremente en cartera de consumo.

De otra parte, las inversiones en manos del sector financiero han tenido una recuperación importante, luego del episodio de los TES ocurridos en julio y agosto de 2002. Buena parte de esta recuperación se debe a la compra de títulos hipotecarios resultantes de procesos de titularización de cartera de vivienda. Por su parte, las inversiones en títulos de deuda pública se redujeron, lo que llevó a una disminución de la exposición del sistema financiero ante el sector público.

A esta dinámica en los componentes del activo no ha correspondido una evolución igual en los pasivos. En efecto, si bien es cierto que los depósitos se encuentran

creciendo a tasas positivas, éstas son aún relativamente bajas. Sin embargo, por ahora la liquidez exhibida por la totalidad del sistema se encuentra en niveles notablemente altos con respecto a los últimos años.

No obstante lo anterior, dada la mayor necesidad de recursos para financiar los crecimientos de la cartera de créditos, en el mediano plazo se requeriría un mayor crecimiento de los depósitos. Si esto no ocurriera en los próximos meses, podrían presentarse algunas presiones moderadas al alza de las tasas de interés, dado que existen otros agentes en la economía con necesidades crecientes de financiamiento, como el SPNF, que podrían ejercer presiones adicionales por los excesos de liquidez de la economía.

En lo que respecta a la rentabilidad del sistema financiero, se observa que la tendencia al mejoramiento de los indicadores, evidenciada desde el reporte anterior, continuó durante el último semestre. Esta mejora ha permitido que, a mayo de 2003, el total del sistema presente niveles de rentabilidad acordes con períodos de relativa estabilidad financiera. Sin embargo, cabe notar que existen diferencias sustanciales en el desempeño de las entidades nacionales y de las extranjeras, pues estas últimas presentaron indicadores inferiores en términos de utilidades con respecto al promedio del sistema. Buena parte de esta diferencia se puede explicar por una posición más conservadora en el negocio de intermediación financiera adoptada por las entidades extranjeras.

De igual manera, las mediciones de riesgo crediticio continuaron con su senda descendente del último año. En efecto, la proporción de cartera vencida sobre cartera bruta alcanzó su nivel más bajo desde 1998. Este hecho ha sido común a todos los tipos de crédito, con excepción de los créditos de vivienda, que aún exhiben una proporción elevada de cartera vencida. En el caso del cubrimiento de cartera frente al riesgo de crédito, los niveles actuales de provisiones aseguran un nivel de cubrimiento elevado, lo que reduce la vulnerabilidad de los establecimientos de crédito frente a situaciones de materialización del riesgo crediticio.

⁴⁰ El incremento transitorio registrado durante los primeros dos meses del presente año, obedece principalmente a un crecimiento del patrimonio técnico, que se originó al contabilizar dentro de éste el 100% de las “utilidades del ejercicio anterior”, las cuales, en 2002, pesaban menos pues hacían parte de las “utilidades del ejercicio en curso”. Una vez se repartieron dichas utilidades en el mes de marzo, la solvencia volvió a sus niveles de diciembre de 2002, tal como lo muestra el Gráfico 56.

Con el fin de poder hacer sostenible esta dinámica de la calidad del activo del sistema, un aspecto que requiere especial atención es que se mantenga la buena asignación de la cartera, por lo cual es necesario monitorear especialmente la evolución de las nuevas asignaciones de crédito haciendo énfasis en los segmentos que presentan elevados crecimientos de la cartera.

Este comportamiento del sistema financiero ha coincidido con un mejoramiento de los balances de sus principales clientes privados. En el caso de las empresas, tanto la capacidad de pago reportada por la Superintendencia Bancaria como los indicadores de rentabilidad y liquidez de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores han venido mejorando sistemáticamente. Así mismo, los hogares han visto un mejoramiento de su capacidad de pago, debido al incremento de los ingresos salariales y a la reducción de la tasa de desempleo.

Por su parte, la calidad de los activos del sistema financiero con el sector público ha venido mejorando, gracias a la reducción de las tasas de interés de los títulos de deuda pública y a la mejor percepción acerca de la sostenibilidad fiscal por parte de los inversionistas. Sin embargo, es importante notar que a pesar de las reformas estructurales llevadas a cabo en la legislatura anterior, los indicadores de sostenibilidad no muestran aún una mejoría. Por esta razón es importante continuar con el ajuste del sector público, que refuerce la mejoría en las condiciones financieras de su deuda.

Dentro de este buen panorama, un aspecto que sigue siendo uno de los principales riesgos para el sistema financiero es la exposición a la deuda externa de las empresas privadas y la volatilidad del tipo de cambio,

que sigue afectando los indicadores financieros y probablemente la capacidad de pago de las empresas para las cuales se tiene información reciente.

Cuando se analiza el posible comportamiento de la demanda de recursos deseada del sector privado, los resultados de las encuestas empresariales indican que probablemente continúe el aumento de la misma, mientras que los resultados de las encuestas de hogares no muestran una perspectiva concluyente. En lo que respecta a la posible demanda de recursos por parte del sector público, es de esperar que dicha demanda se incremente de acuerdo con la programación financiera.

El buen comportamiento del sector financiero reseñado anteriormente (mejor rentabilidad, menor riesgo crediticio y alta liquidez de corto plazo), sumados con el mantenimiento de niveles adecuados de solidez patrimonial y de solvencia, y junto con la evolución positiva que ha presentado el sector privado, permiten afirmar que, en la actualidad, los riesgos para la estabilidad del sistema financiero se han reducido de forma importante.

Dado todo lo anterior es posible afirmar que la mayor dinámica del crédito observada es consecuencia de la consolidación de varios factores tanto de demanda como de oferta. Por un lado, los mayores niveles de liquidez, junto con los bajos niveles de riesgo crediticio, y niveles adecuados de patrimonio han fomentado la oferta de crédito. Por otro, la aparente reactivación económica asociada con mejores expectativas hacia el futuro, sobre todo por parte de las empresas, han presionado la demanda. Cabe destacar que tal combinación de factores tan favorables a la dinámica del crédito no se daba desde el período anterior a la crisis de 1998-1999.

LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

El breve período de estrés experimentado por la economía, que dejó pérdidas significativas por valoración de los portafolios de TES B en el segundo semestre de 2002, puso en evidencia la exposición al riesgo frente a estos activos de algunos agentes de la economía como los comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y el sector financiero. Las pérdidas exhibidas por estos y las implicaciones de este mercado para las finanzas públicas mostraron la importancia del monitoreo del mismo. Por tales motivos, desde el pasado *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 acápite nos centraremos principalmente en el sector financiero, haciendo una comparación con el resto de la economía. Para tal fin, se utilizó la misma metodología de valoración expuesta en el reporte financiero de diciembre de 2002¹, la cual se aplicó para el 31 enero y el 19 de marzo de 2003.

Como se observa en el Cuadro A1, a 19 de marzo de 2003 el sistema financiero tenía \$9,3 b en TES B (18,7% del total de estos títulos en el mercado), lo cual implica una leve disminución de \$0,4 b con respecto a enero, pero un aumento significativo comparado con el saldo del 31 de agosto de 2002 (\$7,7 b). De ese saldo total, el grueso (59,1%) se encontraba representado en TES B tasa fija, seguidos de las unidades de

CUADRO A1
SALDOS DE LOS TES B VALORADOS A PRECIOS DE MERCADO
(MILLONES DE PESOS)

	Dólares	Pesos	TV(*)	UVR	Total
Saldos a 19 de marzo de 2003					
Sector financiero	367.581	5.518.232	696.887	2.748.249	9.330.949
Bancos comerciales	323.819	4.551.709	592.556	2.545.908	8.013.993
Compañías de financiamiento comercial	4.592	43.544	0	5.723	53.859
Coop. grado Sup. de carácter Financ.	0	2.801	0	0	2.801
Corporaciones de ahorro y vivienda	0	484.744	32.995	98.525	616.263
Corporaciones financieras	39.171	435.434	71.336	98.093	644.033
Resto de la economía	2.322.117	17.138.446	11.418.834	9.725.645	40.605.042
Total	2.689.698	22.656.678	12.115.721	12.473.895	49.935.991
Saldos a 31 de enero de 2003					
Sector financiero	537.403	6.057.221	721.664	2.384.922	9.701.209
Bancos comerciales	461.739	5.193.372	638.835	2.202.529	8.496.475
Compañías de financiamiento comercial	1.546	59.126	0	1.436	62.107
Coop. grado Sup. de carácter Financ.	613	10.199	1	0	10.813
Corporaciones de ahorro y vivienda	0	515.745	34.172	53.784	603.701
Corporaciones financieras	73.505	278.779	48.656	127.173	528.113
Resto de la economía	2.540.380	17.120.016	11.491.537	8.947.953	40.099.886
Total	3.077.783	23.177.237	12.213.200	11.332.875	49.801.096

(*) Tasa variable
Fuente: Banco de la República

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

valor real (UVR) con 29,4%, TES B tasa variable con 7,4% y TES B en dólares tasa fija con 3,9%. Respectivamente, para agosto de 2002 la participación era de 59%, 28%, 8% y 5%, lo cual no representa ningún cambio significativo comparado con marzo. Sin embargo, al contrastar con enero 31 del presente año (62,4%, 24,6%, 7,4% y 5,54%, respectivamente) encontramos dos hechos interesantes. Por un lado, la participación de TES B en pesos tasa fija en el portafolio total del sistema financiero cayó en 3,3 puntos porcentuales, de la misma forma que disminuyeron los denominados en dólares en 1,6 puntos porcentuales. Por otro lado, encontramos la contrapartida de este movimiento en un aumento de cinco puntos porcentuales en TES B denominados en UVR. Lo anterior se puede explicar como un cambio en las expectativas de inflación, dado que los agentes se están pasando a títulos indexados que los cubran de posibles variaciones de la misma.

Una vez presentada la distribución del portafolio por denominación entre los sectores de la economía, resulta de gran relevancia para el riesgo financiero de los agentes mirar la sensibilidad de los saldos ante cambios en las tasas de interés. Como podemos ver en el Cuadro A2, a marzo 19 de 2003 la duración de los títulos denominados en pesos de tasa fija y en UVR pertenecientes al sector financiero es superior a la duración promedio ponderada del total de la deuda del resto de la economía, mientras los denominados en dólares de tasa fija y en tasa variable tienen una duración promedio ponderada menor que la del resto de la economía. Esto revela que el sistema financiero sigue siendo más sensible ante cambios en la tasa de interés nominal, dado que los títulos de tasa fija representan el 88% de su portafolio total.

CUADRO A2
DURACIONES PONDERADAS, POR PORTAFOLIO
(AÑOS)

	Dólares	Pesos	TV(*)	UVR	Total
A 19 de marzo de 2003					
Sector financiero	1,69	2,00	3,29	4,33	2,77
Bancos comerciales	1,82	1,94	3,27	4,38	1,71
Compañías de financiamiento comercial	3,31	1,32	0,00	3,37	2,26
Coop. grado Sup. de carácter Financ.	0,00	2,26	0,00	0,00	2,43
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,00	2,13	2,87	3,76	2,69
Corporaciones financieras	0,47	2,54	3,63	3,57	1,20
Resto de la economía	1,84	1,76	3,76	4,24	2,92
Total	1,82	1,82	3,73	4,26	2,89
A 31 de enero de 2003					
Sector financiero	1,92	1,86	3,45	4,06	2,52
Bancos comerciales	2,13	1,82	3,49	4,05	2,54
Compañías de financiamiento comercial	4,83	1,30	0,00	3,57	1,44
Coop. grado Sup. de carácter Financ.	0,56	2,14	4,06	0,00	2,05
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,00	2,29	2,92	4,77	2,55
Corporaciones financieras	0,59	1,84	3,32	4,03	2,33
Resto de la economía	1,62	1,72	3,86	4,16	2,87
Total	1,67	1,75	3,83	4,14	2,80

(*) Tasa variable

Fuente: Banco de la República

Ante un cambio paralelo a lo largo de la curva spot de 1% en las distintas tasas de interés, el valor del portafolio de los TES B en manos del sector financiero a marzo de 2003 cambiaría 4,33% para bonos denominados en UVR, 3,29% para los pesos de tasa variable, 2,00% para los pesos de tasa fija y 1,69% para los denominados en dólares, mientras que el portafolio del resto de la economía se alteraría en 4,24%, 3,76%, 1,76% y 1,84%, respectivamente. Esto representaría cambios en el portafolio del sistema financiero por \$ 258 mm (Cuadro A3).

Con respecto a agosto de 2002, la duración ponderada de todos los tipos de títulos en propiedad del sector financiero ha bajado; sin embargo, de enero a marzo del presente año éstas han aumentado, con excepción de los bonos en pesos tasa variable y los denominados en dólares. Lo anterior corrobora la idea que el sistema financiero sigue siendo relativamente más sensible que el resto de la economía ante cambios en la tasa de interés.

Para calcular un escenario posible de resultados, se realizó un ejercicio de cuantificación de portafolios de TES B para todos los sectores, valorando todo a precios de mercado. Para su realización, se supuso que el acervo de estos títulos no varió entre las dos fechas indicadas, de la misma forma que tampoco se alteró la distribución de los mismos entre sectores. De esta manera se aísla el efecto del cambio en las tasas de interés sobre la valoración de los portafolios. De acuerdo con el ejercicio, con el cambio en tasas ocurrido entre enero y marzo, la economía hubiera incurrido en pérdidas por \$25 mm, lo cual es una reducción bastante significativa de las mismas comparadas con las pérdidas que se vieron en el mes de agosto de 2002, las cuales ascendían a \$956 mm. Lo anterior sugiere que el comportamiento de las tasas en el período del ejercicio fue neutral.

CUADRO A3
GANANCIAS POR VALORACIÓN DE TES B ANTE UN CAMBIO EN LA CURVA SPOT
ENTRE 31 DE ENERO Y 19 DE MARZO DE 2003
(MILLONES DE PESOS)

	Dólares	Pesos	TV(*)	UVR	Total
Sector financiero	(90,5)	455,2	(111,0)	273,3	527,1
Bancos comerciales	(82,3)	377,9	105,0	251,6	652,2
Compañías de financiamiento comercial	0,1	2,4	0,0	0,2	2,8
Coop. grado Sup. de carácter Financ.	(0,1)	0,9	0,0	0,0	0,9
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	53,0	4,2	8,1	65,2
Corporaciones financieras	(8,3)	21,0	(220,2)	13,5	(193,9)
Resto de la economía	(445,1)	1.146,3	(28.316,7)	1.177,5	(26.438,0)
Total	(535,5)	1.601,5	(28.427,7)	1.450,9	(25.910,9)

(*) Tasa variable

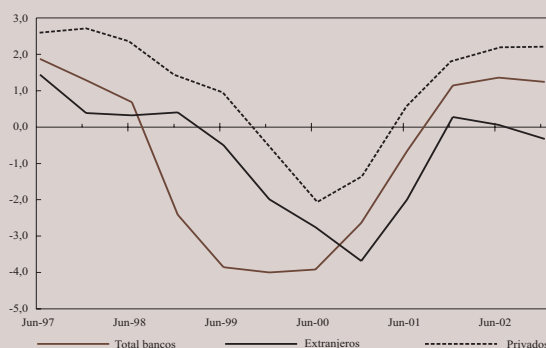
Fuente: Banco de la República

EL DESEMPEÑO DE LOS BANCOS EXTRANJEROS DURANTE 2002

El comportamiento de los bancos extranjeros durante el año 2002 fue muy particular, pues cuatro de ellos arrojaron pérdidas, y siete, el peor desempeño entre todas las entidades bancarias. Con base en la evolución reciente de sus indicadores, se procurará indagar acerca del origen de dicho comportamiento.

Lo que indican las cifras desde 1997 es que el inferior desempeño financiero de los bancos extranjeros no es tan reciente, tal como lo ilustra el comportamiento de la rentabilidad sobre activos (utilidad / activo promedio). Ésta, además de ser negativa en buena parte del período, resulta claramente inferior a la que lograron los bancos privados nacionales (Gráfico B1).

GRÁFICO B1
UTILIDAD / ACTIVO
(PORCENTAJE)

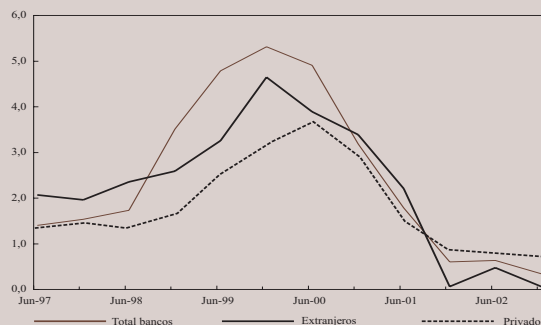


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

El deterioro de la rentabilidad de los bancos extranjeros con respecto a los bancos privados se debe a diversas causas: entre 1997 y 1999 la diferencia entre ambos grupos está explicada principalmente por una política de provisiones más conservadora, así como por la diferencia en algunos rubros menores del P y G; mientras que en el período 2001 a 2002 se explica principalmente por la caída del margen financiero bruto (MFB) (definido como ingresos financieros menos egresos financieros como proporción del activo promedio).

El nivel de provisiones de P y G (netas de recuperación) como proporción de los activos se puede observar en el Gráfico B2. Como se muestra allí, los bancos extranjeros superan a los privados nacionales hasta mediados de 2001, fecha en la cual este comportamiento se revierte.

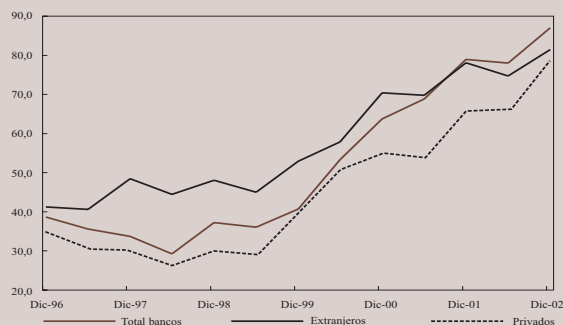
GRÁFICO B2
PROVISIONES NETAS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



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

Ahora bien, la evolución de las provisiones depende de un factor de riesgo crediticio, de la calidad de la cartera, y del comportamiento de las entidades frente a este riesgo crediticio. Este último punto, la actitud de las entidades en la realización de provisiones, se cuantifica a través del indicador de provisiones sobre cartera bruta vencida (CBV) más bienes recibidos en pago. Como se desprende de la evolución del indicador (Gráfico B3), es claro que los extranjeros presentan un comportamiento más conservador, lo que los lleva a realizar una mayor provisión por activo deteriorado que los bancos privados nacionales, aunque con menos énfasis hacia finales de 2002.

GRÁFICO B3
PROVISIONES / CVB + BRP
(PORCENTAJE)



CVB: Cartera vencida bruta.
BRP: Bienes recibidos en pago.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República

Este comportamiento más conservador afecta los resultados de las entidades y ofrece una explicación a las diferencias en rentabilidad de los extranjeros frente a los nacionales. Para evaluar si ese factor era determinante para explicar la diferencia entre los dos tipos de bancos se hizo un ejercicio para establecer cuál hubiese sido la diferencia en rentabilidades si el coeficiente de provisiones a cartera vencida fuera el mismo para los dos grupos de bancos¹.

El Cuadro B1, presenta los resultados de este ejercicio extremo² dejando claro dos aspectos: en primer lugar, la diferencia en provisiones no explica toda la diferencia de rentabilidades entre los bancos extranjeros y privados nacionales, y en segundo lugar, este efecto ha ido perdiendo importancia con el tiempo.

CUADRO B1
UTILIDAD / ACTIVOS COMPARATIVO: EFECTO DE LAS SOBREPROVISIONES
(PORCENTAJE)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
a. Privados nacionales	2,7	1,3	(0,5)	(1,4)	1,8	2,2
b. Extranjeros	0,4	0,4	(2,0)	(3,7)	0,3	(0,3)
c. Extranjeros sin sobreprovisión	1,2	1,5	(1,1)	(2,9)	0,8	(0,2)
(a) - (b)	2,3	0,9	1,4	2,3	1,6	2,5
(a) - (c)	1,5	(0,1)	0,6	1,5	1,1	2,4

Fuente: Superintendencia Bancaria, Cálculos Banco de la República.

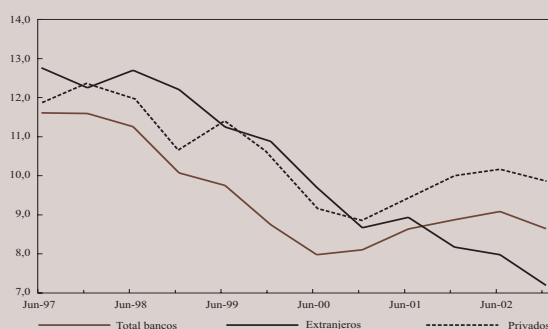
¹ Para poder comparar el efecto que la diferencia en provisiones tiene sobre las utilidades / activo, se procede así: tomemos como ejemplo el año 2001 en que la relación de provisiones / CVB y BRP de los extranjeros era superior a la de los privados en 79% - 64,4% = 13,6%, es decir, tenían una mayor provisión de \$13,6 por cada \$1000 de CVB y BRP. Dado que la CBV y BRP pesa el 4% dentro del total de activos, el citado 13,6% (sobre CBV y BRP) de diferencia equivale a 13,6%*4% = 0,54% sobre activos. Esta sobreprovisión es un stock que se ha acumulado en varios años. Si suponemos que esos 0,54% se desacumulan en un solo año (2001) mediante una menor provisión en P y G por esa misma cuantía, sus utilidades de ese año del 0,3% del activo, habrían aumentado a 0,3% + 0,54% = 0,84% (sin considerar el efecto de los impuestos).

² El ejercicio es extremo en la medida en que se supone que el cambio en el comportamiento hacia el riesgo se da reversando todo el saldo de provisiones extras en un solo año.

Del ejercicio anterior se concluye que existen factores adicionales que explican el comportamiento diferencial entre los bancos extranjeros y los privados nacionales. Entre 1997 y 1999, la diferencia en el desempeño de los dos grupos está explicada por rubros variados como menores ingresos operacionales, mayores gastos laborales y administrativos (esto se analiza más adelante), y mayores ajustes por inflación.

Para el período 2001 a 2002, la principal explicación del comportamiento diferencial de los dos grupos está en el MFB, en la medida en que el de los extranjeros se rezaga notoriamente frente al de los privados nacionales (Gráfico B4).

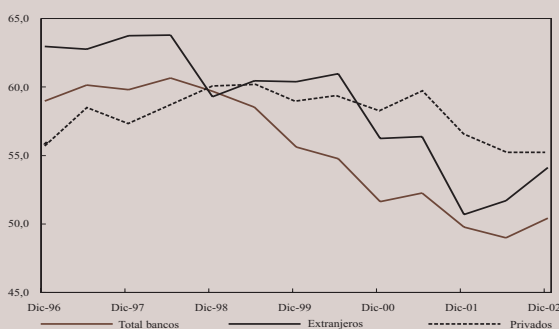
GRÁFICO B4
MFB / ACTIVO
(PORCENTAJE)



MFB: Margen financiero bruto.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Por lo menos son dos las causas de este comportamiento: primero, la cartera - que es la colocación más rentable- de los extranjeros pierde participación en el activo desde el año 2001, y sólo se recupera al final de 2002 (Gráfico B5).

GRÁFICO B5
CARTERA / ACTIVOS
(PORCENTAJE)

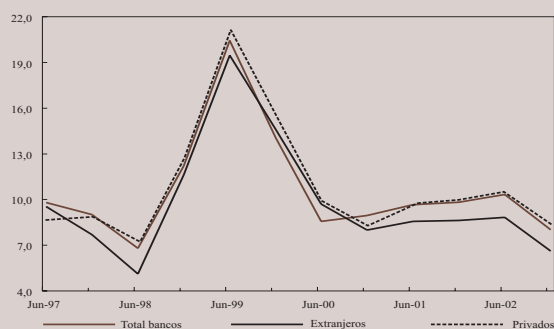


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Segundo, las tasas implícitas de la cartera de los extranjeros también se empiezan a distanciar de los privados nacionales desde el año 2001 (Gráfico B6). Es muy probable que después del proceso de contracción de la cartera de los extranjeros, hayan quedado seleccionados los clientes de perfil de riesgo más bajo, lo cual explicaría la reducción de tasas implícitas.

Dado el comportamiento más conservador en la asignación del crédito, se esperaría que los bancos extranjeros tuvieran menores tasas de riesgo de la cartera, en concordancia con las menores tasas implícitas que reconocen la solidez de sus clientes. Esto se confirma a través del indicador de cartera vencida bruta CBV más

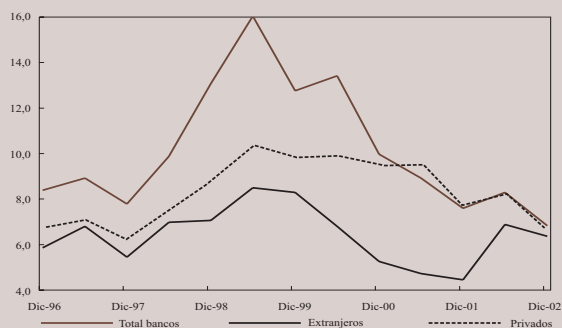
GRÁFICO B6
TASA IMPLÍCITA CARTERA (REAL)
(PORCENTAJE)



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

bienes recibidos en pago BRP como proporción de la cartera bruta CB más BRP, el cual indica lo siguiente: de cada peso colocado en cartera (incluyendo los BRP, pues inicialmente fueron cartera), cuántos pesos se deterioraron, en forma de CBV o de BRP, independientemente de las provisiones. Esta medida de la gestión de colocación muestra el menor riesgo de la cartera de los extranjeros en toda la serie (Gráfico B7). Para este gráfico se excluyó un banco extranjero cuyo comportamiento resulta atípico, pues presenta tasas de siniestralidad tan altas que sesga el conjunto.

GRÁFICO B7
CVB + BRP / CB + BRP
(PORCENTAJE)

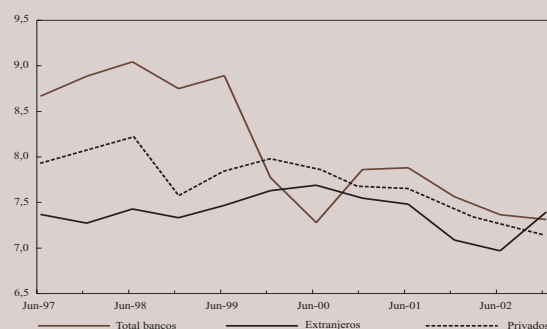


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Lo anterior permite concluir que los bancos extranjeros en su conjunto, han tenido un desempeño financiero inferior al de los bancos privados, debido principalmente a que su política conservadora (menores tasas implícitas y menor exposición a cartera) se tradujo en una contracción del MFB, que no logró una suficiente retribución en términos del efecto que un menor riesgo crediticio tiene en las provisiones.

Otro concepto que hay que revisar es la eficiencia. Al definirla como gastos laborales y administrativos sobre activo promedio y comparar el promedio de los bancos privados nacionales con el de los bancos extranjeros se encuentra que estos últimos son menos eficientes que los privados nacionales. Sin embargo, hay que aclarar que uno de sus integrantes es el responsable de jalonar la serie, pues al excluirlo, tal como se hace en el Gráfico B8, los extranjeros presentan una mayor eficiencia frente a los privados nacionales.

GRÁFICO B8
GASTOS LABORALES Y ADMINISTRATIVOS / ACTIVO
(PORCENTAJE)



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

A pesar de lo anterior, los menores costos laborales y administrativos de los extranjeros no logran contrarrestar las diferencias en el MFB.

Es síntesis, los bancos extranjeros en su conjunto han tenido un desempeño financiero inferior al de los bancos privados desde 1997. Aunque hay aspectos puntuales que afectan a alguno de los bancos específicos y que no se generalizan en eficiencia y en calidad de cartera, existen comportamientos que son más generalizados en este tipo de intermediarios. Este comportamiento más generalizado se debe a varios factores:

Primero, a una política más conservadora a la hora de hacer provisiones. Este factor ha ido perdiendo importancia con el tiempo, al punto que ha desaparecido para finales de 2002. Adicionalmente, hay que destacar que, por lo menos desde 1997, no ha sido el único factor que explique las diferencias entre la banca privada nacional y la banca extranjera.

Segundo, desde el año 2001, los bancos extranjeros asumieron políticas más conservadoras (menores tasas implícitas y menor exposición a cartera) que redundaron en una contracción del MFB, sin que ello aportara una suficiente retribución en términos de menores provisiones. En contraste con dicha política, los bancos privados nacionales adoptaron una política de mayor riesgo, la cual, *ex post*, resultó ser la más rentable.

TEMAS ESPECIALES SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA

DETERMINANTES DE FRAGILIDAD EN LAS EMPRESAS COLOMBIANAS

POR: OSCAR MARTÍNEZ A.*

Una de las mayores amenazas para toda empresa es caer en un estado de insolvencia. Este tipo de amenaza a la estabilidad financiera de las empresas es relevante no sólo para inversionistas y empleados, sino también para prestamistas del sector financiero, auditores y autoridades reguladoras, entre otros. De ahí surge la importancia de un modelo que ayude a determinar las variables significativas para pronosticar el estrés o fragilidad financiera de las empresas en Colombia como herramienta para tomar acciones preventivas, correctivas o simplemente para monitorear el riesgo de crédito del sector corporativo privado de la economía.

La parte baja del ciclo económico colombiano presentada en la segunda parte de los años noventa, estuvo acompañada de una recesión del sector real y de grandes pérdidas en el sector financiero¹. La solvencia de las empresas no fue ajena a este difícil entorno, tal como lo reflejan los indicadores financieros observados entre 1995 y 2002². En general, el balance de los agentes se deterioró ante los aumentos en

endeudamiento, caída en el precio de los activos y altas tasas de interés de financiamiento³.

El objetivo de este estudio es identificar los determinantes de la insolvencia presentada en el año 2001, a partir de los estados financieros que cada empresa reportó en el año 2000⁴. La heterogeneidad en la estructura institucional, en las prácticas contables y en el comportamiento de las variables macroeconómicas a lo largo del tiempo, no permite una generalización de los resultados llevados a cabo en otros países. Para el caso colombiano, sólo Rosillo (2002) ha presentado un modelo de predicción de quiebra de empresas aplicando técnicas de análisis discriminante y con un limitado tamaño de muestra.

Con el fin de estimar un modelo propicio de fragilidad para las empresas colombianas en el año 2001, se utilizarán razones financieras que, por muchos años, han sido utilizadas para detectar periodos de dificultades operacionales y financieras⁵. En su trabajo pionero, Beaver (1966) realizó un análisis para determinar quiebra empresarial a partir de razones financieras por medio de modelos univariados. Altman (1968) realizó un ejercicio parecido pero con modelos multivariados (también a partir de análisis discriminante), permitiendo una interpretación más clara del efecto de cada variable en el modelo. Sin embargo, la mayoría de trabajos que aplican esta técnica de análisis discriminante no

* El autor agradece a Luis Eduardo Arango, Luis Fernando Melo y Juan Pablo Zárate por su valiosa ayuda y comentarios. Este artículo corresponde al resumen del texto presentado como requisito para obtener el título de Magister en Economía de la Universidad de los Andes, con la asesoría de Fernando Tenjo Galarza. El autor es Profesional Especializado en Seguimiento Financiero del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones acá contenidas son de responsabilidad exclusiva del autor y no necesariamente reflejan las del Banco de la República o su Junta Directiva.

¹ Ambos fenómenos han sido ampliamente documentados en los últimos años. Entre otros, Villar y Rincón (2001) describen los principales factores que afectaron el ciclo colombiano durante los años noventa. Con respecto al entorno macroeconómico y el comportamiento del crédito se encuentra mayor información en Echeverry y Salazar (1999), Urrutia (1999), y Urrutia y Zárate (2000).

² Banco de la República (2002).

³ Echeverry (2001). Fedesarrollo (2003).

⁴ Se escogió el año 2000 por presentar un importante número de empresas frágiles dentro del ciclo y porque a partir del año 2001 la información disponible contiene un grupo menor de empresas.

⁵ Este tipo de cocientes permite controlar por el tamaño y nivel de actividad de la empresa en los indicadores analizados.

cumplen con los supuestos que requiere la estimación de máxima verosimilitud usada⁶. Ohlson (1980), en su estudio, fue el primero en aplicar técnicas con menor cantidad de supuestos en la distribución de las variables explicativas y en tomar una muestra representativa de la población para su estimación.

Al igual que los estudios pioneros en este campo de Beaver (1966) y Altman (1968), en el presente estudio se realizó un análisis a partir de las razones financieras que anualmente reportan las empresas en sus hojas de balance. Sin embargo, a diferencia de lo hecho para otros países, no se utilizó la técnica de análisis multivariado discriminante⁷. En su lugar, y como consecuencia de la gran cantidad de supuestos que esta técnica implica y que son difíciles de cumplir en la práctica, se llevó a cabo el análisis por medio de una regresión *probit*. Esta técnica, al igual que los modelos *logit* (inicialmente utilizada por Ohlson (1980)), requiere una menor cantidad de supuestos. La estimación incluyó pruebas de heteroscedasticidad para evitar problemas de especificación e inconsistencia en los parámetros (Greene, 2000).

I. MUESTRA Y DATOS

La información utilizada tiene como fuentes los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y de Valores a diciembre 31 de 2000. Con el fin de trabajar con una muestra tan cercana a la población como fuera posible,

se incluyeron 9.000 empresas⁸. De esta forma, se evita tomar una muestra balanceada que transmita un sesgo de selección a los parámetros estimados⁹.

La definición de fragilidad en este estudio está ligada al estado legal de la empresa. Como variable dependiente, se considera que una compañía presentó estrés o fragilidad financiera si ingresó a un acuerdo de reestructuración de pagos (Ley 550 de 1999) o si la Superintendencia de Sociedades determinó su liquidación obligatoria durante el año 2001¹⁰. Se encontraron 171 empresas en alguna de estas dos situaciones legales, equivalente aproximadamente al 2% de la muestra total. El Cuadro 1 muestra esta clasificación por grupo de actividad económica. Para estimar los parámetros del modelo se utilizó un análisis de regresión *probit* heteroscedástico.

II. SELECCIÓN DE VARIABLES

Si cada empresa es vista como una reserva de activos líquidos sujeta a choques positivos y negativos de efectivo (como en Beaver, 1996), la solvencia de una empresa dependerá del nivel de endeudamiento, de la capacidad para generar nuevos activos y del nivel de liquidez actual. Por esta razón, el conjunto de variables utilizadas en este estudio cubre tres aspectos generalmente aceptados en la literatura como determinantes de la fragilidad empresarial, como lo son el endeudamiento, la rentabilidad y la liquidez¹¹.

⁶ La distribución de X (matriz de variables explicativas) dada la variable dependiente (Y) debe ser normal multivariada ($(X|Y) \sim N$ en $Y=f(X)$), con una matriz de varianza-covarianza común (Lo, 1986). Por otro lado, se viola el supuesto de aleatoriedad al trabajar con muestras balanceadas de empresas (proporción de empresas sanas y frágiles similar).

⁷ La mayoría de estos modelos se ha creado en países desarrollados donde la información empresarial generalmente ha sido más completa. Para un resumen sobre modelos de quiebra empresarial en países en desarrollo el lector se puede referir a Altman y Narayanan (1997).

⁸ Solamente se tomaron en cuenta empresas con ingresos operacionales positivos, y clasificadas en algún grupo de actividad económica. Se excluyó un pequeño grupo de empresas con registros poco congruentes (como, por ejemplo, valores negativos en ingresos o egresos financieros, o en obligaciones financieras).

⁹ Greene (2000). Platt y Platt (2002) critican el uso de muestras balanceadas en trabajos anteriores. Los autores demuestran empíricamente, a partir de simulaciones con diferente proporción en la composición de muestra, la existencia de este sesgo.

¹⁰ La Ley 550 de 1999 estableció un régimen mediante el cual se intentó promover y facilitar la reactivación empresarial, por medio de un acuerdo entre acreedores y deudores. Este proyecto respondió a la reducción en las posibilidades de financiamiento del sector productivo y a la presión ejercida por el endeudamiento adquirido en los años anteriores (en un entorno de bajo crecimiento de la demanda, altas tasas de interés y devaluación), que afectó la capacidad de pago y generación de empleo.

¹¹ Banco de la República (2002), FMI (2001) y Higgins (2000). Inicialmente, se analizaron también variables de eficiencia (como gastos administrativos y de ventas sobre activo y sobre ingresos operacionales), sin embargo estas no aportaron a la estimación.

CUADRO 1
NÚMERO DE EMPRESAS FRÁGILES
Y NO FRÁGILES, POR GRUPO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Grupo de actividad económica	Y = 0	Y = 1	Total
D_1 Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	775	9	784
D_2 Explotación de minas y canteras	157	4	161
D_3 Industrias manufactureras	2.281	71	2.352
D_4 Construcción, electricidad, gas y agua	757	19	776
D_5 Comercio, hoteles y restaurantes	2.311	43	2.354
D_6 Transporte, almacenamiento y comunicaciones	525	8	533
D_7 Actividades auxiliares a la intermediación financiera	668	3	671
D_8 Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	1.084	4	1.088
Enseñanza, servicios de salud y otros servicios	271	10	281
Total de la muestra	8.829	171	9.000

Y = 1: corresponde a las empresas clasificadas como frágiles o con estrés.

Fuente: Cálculos del Autor.

En la mayoría de estudios realizados, en la medida en que el nivel de deuda es mayor se incrementa el nivel de fragilidad y el riesgo de insolvencia; por otro lado, un mayor nivel de activos líquidos que sirvan como amortiguadores en situaciones no esperadas y una mayor rentabilidad reducen el riesgo de insolvencia. Adicionalmente, dado que el índice de fragilidad varía dependiendo del tipo de industria al cual pertenece y del tamaño, se incluyeron variables dummy por grupos de actividad económica (D_i)¹² y por tamaño (D_a y D_v)¹³.

Los indicadores de endeudamiento analizados fueron pasivo / activo, obligaciones financieras / activo y egresos financieros / (ingresos operacionales +

ingresos financieros). Los dos primeros miden el grado de apalancamiento de la empresa, que, en el caso de ser alto, compromete la capacidad de pago a deudores ante choques negativos no esperados. El tercer indicador captura el efecto de los flujos de efectivo necesarios para cumplir con el pago de intereses y que puede dar origen a presiones financieras.

Los indicadores de rentabilidad analizados fueron ingresos operacionales / activo, utilidad antes de impuestos / activo y utilidad antes de impuestos / ingresos operacionales. El primero mide la cantidad de ingresos que cada unidad de activo es capaz de generar, mientras que los dos últimos miden la rentabilidad del negocio una vez se han pagado los servicios de deuda y operación.

Por último, los indicadores de liquidez analizados fueron activo corriente / pasivo corriente, disponible / pasivo corriente, (activo corriente - pasivo corriente) / activo y disponible / activos. Estos capturan la relación entre los activos fácilmente realizables y el endeudamiento de corto plazo, y el nivel de liquidez como proporción del activo de cada empresa. En la medida en que exista

¹² La clasificación se hizo con base en los nueve grupos de actividad económica definidos en el Cuadro 1; el grupo de control fue "enseñanza, servicios de salud y otros servicios". Platt y Platt (1991) fueron los primeros en proponer modelos que incluyen esta diferencia, ajustando cada una de las razones financieras por indicadores relativos a cada industria.

¹³ Se clasificó a cada una de las empresas de la muestra como grande, mediana ó pequeña dependiendo de su nivel de activos (D_a) y de su nivel en ventas (D_v). En el caso de los activos, los valores críticos para la clasificación fueron \$6,33 y \$1.99 b, mientras en el caso de las ventas fueron \$5,22 b y \$0,99 b.

un amortiguador de liquidez que permita mantener la operación sin afectar el pago a deudores, la empresa estará más lejos de un posible estado de insolvencia.

III. DESCRIPCIÓN ESTADÍSTICA DE LOS DATOS

En el Cuadro 2 se reportan estadísticas descriptivas de las variables utilizadas como su media y su desviación estándar, discriminadas por nivel de fragilidad de la empresa¹⁴. La hipótesis nula de no diferencia significativa entre el valor medio de empresas frágiles y no frágiles se rechaza para todas las razones financieras analizadas. Por tanto, todas las variables parecen ser útiles individualmente a la hora de discriminar entre empresas¹⁵. Comparadas con las

¹⁴ Se aplicó la transformación $\ln(1+w)$ a cada una de las razones financieras analizadas (w) en este estudio.

¹⁵ Esta no garantiza que su aporte sea mayor que el de otras variables y que por tanto, todas deban aparecer en el modelo multivariado.

empresas no frágiles, las frágiles presentan mayores niveles de endeudamiento y menores niveles de rentabilidad y liquidez. Además, tal como en Ohlson (1980), la varianza de los indicadores de las empresas frágiles es mucho mayor que la de las no frágiles.

IV. ESTIMACIÓN

Los modelos 1 y 3 reportados en el Cuadro 3 corresponden a las estimaciones *probit* finales. La selección inicial de los predictores se realizó con métodos de eliminación hacia atrás y hacia delante. La selección final de estos modelos se hizo con base en la significación estadística de los coeficientes estimados, su signo y la clasificación de la muestra¹⁶.

Pruebas estadísticas determinaron que en ambos casos se rechazó la hipótesis nula de

¹⁶ Las estimaciones se realizaron utilizando Stata 6,0, programa que elimina automáticamente variables que causen problemas de multicolinealidad en las estimaciones *probit*.

CUADRO 2
RAZONES FINANCIERAS PARA EMPRESAS FRÁGILES Y NO FRÁGILES 1/
(PRUEBA SOBRE DIFERENCIA ENTRE GRUPOS)

Variables	Empresas no frágiles		Empresas frágiles		Estadístico <i>t</i> 2/
	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	
Obligaciones financieras / Activo	0,11	0,0010	0,27	0,0140	(15,29)
Egresos financieros / (Ingresos financieros + Ingresos operacionales)	0,09	0,0030	0,23	0,0400	(5,17)
Ingresos operacionales / Activo	0,62	0,0050	0,50	0,0260	3,41
Utilidad antes de impuestos / Activo	0,01	0,0020	(0,28)	0,0330	17,84
Utilidad antes de impuestos / Ingresos operacionales	0,06	0,0060	(0,43)	0,0560	10,64
Activo corriente / Pasivo corriente	1,14	0,0090	0,60	0,0260	8,12
(Activo corriente - Pasivo corriente) / Activo	0,13	0,0030	(0,26)	0,0500	15,46
Disponible / Activos	0,04	0,0007	0,01	0,0010	5,67
Disponible / Pasivo corriente	0,19	0,0050	0,02	0,0030	4,96

1/ Todos los valores analizados corresponden al $\ln(1+W)$, véase nota de pie de página 14.

2/ Estadístico asociado a la hipótesis nula (media de empresas frágiles-media de empresas no frágiles = 0).

Fuente: Cálculos del autor.

CUADRO 3
RESULTADOS DE MODELOS PROBIT DE PREDICCIÓN DE FRAGILIDAD EMPRESARIAL
VARIABLE DEPENDIENTE FRAGILIDAD ($Y = 1$)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Constante	-17,806 (-11,39)	-18,279 (-10,43)	-16,529 (-10,23)	-17,283 (-9,60)
Utilidad antes de impuestos / Activo	-0,7517 (-8,90)	-0,578 (-1,67)	-0,6865 (-8,00)	-0,5873 (-1,85)
Obligaciones financieras / Activo	1,7981 (8,93)	1,6690 (6,72)	1,6703 (8,09)	1,5608 (6,22)
Disponible / Activos	-10,9154 (-5,39)	-11,2470 (-4,94)		
Disponible / Pasivo corriente			-55.690 (-6,10)	-52.022 (-5,37)
D_1	-0,7237 (-3,51)	-0,8114 (-3,38)	-0,7291 (-3,44)	-0,7957 (-3,26)
D_2	-0,2657 (-0,93)	-0,3637 (-1,03)	-0,2817 (-0,96)	-0,3647 (-1,02)
D_3	-0,2569 (-1,59)	-0,2531 (-1,34)	-0,2861 (-1,72)	-0,2734 (-1,47)
D_4	-0,464 (-2,48)	-0,4082 (-1,97)	-0,4875 (-2,55)	-0,426 (-2,02)
D_5	-0,428 (-2,54)	-0,4441 (-2,33)	-0,4955 (-2,87)	-0,5011 (-2,59)
D_6	-0,5943 (-2,60)	-0,6889 (-2,50)	-0,6035 (-2,58)	-0,6865 (-2,47)
D_7	-10.707 (-3,87)	-11.753 (-3,58)	-10.373 (-3,64)	-11.199 (-3,35)
D_8	-1,0678 (-4,48)	-1,2029 (-4,24)	-1,0709 (-4,36)	-1,1857 (-4,11)
Heteroscedasticidad				
Utilidad antes de impuestos / Activo	-1,0814 (-4,94)		-0,9972 (-4,69)	
Máxima verosimilitud (log L)	-678,79	-645,02	-666,03	-637,44
LRI (%)	19,87	23,86	21,35	24,73

Nota: Estadístico z entre paréntesis.

Fuente: Cálculos del autor.

homoscedasticidad, lo que llevó a la estimación de los modelos *probit* heteroscedásticos 2 y 4. En el caso del modelo 1, el estadístico LR asociado a la hipótesis nula de homoscedasticidad fue 67,54, mientras que para el modelo 3 fue de 57,18. La significancia de la variable utilidad antes de impuestos/activo en la parte heteroscedástica, confirma que esta razón financiera era la causante de la varianza no constante de los errores en los modelos 1 y 3.

Los resultados para todos los modelos estimados muestran que una empresa es más propensa a ser frágil en la medida en que presente bajos niveles de rentabilidad y liquidez, y un alto nivel de endeudamiento en sus resultados del último año. Tal como se observa en el Cuadro 3, los coeficientes estimados para las razones financieras son significativos en todos los modelos. Dentro de los indicadores analizados, la utilidad antes de impuestos / activo (en el caso de rentabilidad), las obligaciones financieras / activo (en el caso de endeudamiento) y los indicadores que contienen el nivel de disponible (en el caso de la liquidez) fueron los mejores predictores de fragilidad empresarial.

No deben sorprender los resultados obtenidos con respecto a la variable de liquidez, teniendo en cuenta que son los recursos más líquidos de las empresas (en este caso el disponible) los que primero empiezan a agotarse inmediatamente antes de alcanzar el estado de fragilidad. Sin embargo, la capacidad de generar utilidades y el nivel de obligaciones financieras, son indicadores financieros eficaces en la identificación temprana de empresas que durante el año 2001 vieron empeorado su estatus legal. Lo anterior confirma la importancia ya dada a estos indicadores a la hora de analizar la salud de las empresas del sector corporativo¹⁷.

Las variables *dummies* que discriminan por sector también fueron relevantes conjuntamente en los cuatro modelos¹⁸. Las empresas menos propensas a

ser frágiles en el año 2001 (independientemente de sus indicadores financieros) fueron las pertenecientes a las actividades auxiliares a la intermediación financiera y actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. Por otro lado, y dado el coeficiente negativo de todas las *dummies* en la regresión, las empresas más propensas a ser frágiles pertenecen al sector de la “enseñanza, servicios de salud y otros servicios” (*dummy* de control). Los datos no permiten ser concluyentes al analizar las empresas pertenecientes a los sectores de explotación de minas y canteras, e industria manufacturera. En este último caso no es extraño el resultado, dada la heterogeneidad de las empresas contenidas en este gran grupo.

En ensayos anteriores de modelación el tamaño no pareció ser determinante de la fragilidad empresarial dada la baja significancia de las variables D_a y D_v . A pesar de la importancia de esta variable al diferenciar la facilidad de acceso al crédito y la estructura de capital de las empresas colombianas (Tenjo y García (1998)), y del posible problema de riesgo moral en empresas grandes, el tamaño no fue útil para identificar el empeoramiento en el estado legal de las empresas.

El Cuadro 3 también reporta el valor que toma la función de máxima verosimilitud (L) y el estadístico *Likelihood Ratio Index* (LRI) como medida de ajuste del modelo. Este último compara el modelo completo y el que solo incluye una constante y se calculó como $LRI = 1 - \frac{\log L}{\log L_0}$, siendo L_0 el valor de la función de verosimilitud cuando se restringe el modelo a incluir solo una constante. El LRI presentado nos muestra la superioridad de los modelos *probit* heteroscedásticos sobre los modelos 1 y 3.

V. PRECISIÓN EN LA CLASIFICACIÓN

Debido a que Y_i es una variable dicótoma y $F(I_i)$ continua no se pueden comparar directamente. Una manera de examinar la precisión en el pronóstico del modelo es por medio de la clasificación de la

¹⁷ Banco de la República (2002).

¹⁸ Estadístico asociado a $H_0: D_1 = \dots = D_8 = 0$ LR de 67,76 (modelo 1) 64,18 (modelo 2) 60,35 (modelo 3) y 57,24 (modelo 4).

muestra. En este proceso surgen dos tipos de clasificaciones correctas, cuando $Y_i = 1$ y $F(I_i) \geq Y^*$, y cuando $Y_i = 0$ y $F(I_i) < Y^*$. La proporción de empresas frágiles correctamente clasificadas se conoce con el término de *sensitivity*, mientras que la proporción de empresas no frágiles correctamente clasificadas se conoce como *specificity*. Como en todo modelo *probit*, la clasificación que se haga depende enteramente del valor límite a partir del cual se considera que existe fragilidad Y^* ¹⁹. El criterio utilizado en este estudio estableció como adecuado el valor de Y^* en el cual se maximiza la proporción correctamente clasificada en ambas poblaciones, es decir, el punto en el cual $specificity \cong sensitivity \cong$ proporción correctamente clasificada por el modelo²⁰. Estas proporciones se reportan en el Cuadro 4.

Los modelos 2 y 4 presentan una mejor habilidad en su pronóstico dentro de la muestra. En ambos modelos aproximadamente 82% de las empresas ya sean frágiles o no frágiles son identificadas correctamente. Los modelos 1 y 3 registran menores tasas de clasificación, lo cual confirma cómo en este caso la

corrección de los problemas de la varianza no constante en el error incrementaron el poder de pronóstico dentro de la muestra.

VI. EFECTOS MARGINALES DE LOS COEFICIENTES

Dada la dificultad en la interpretación de los coeficientes *probit*, se calcularon los efectos marginales de las tres variables para los modelos 2 y 4²¹. Estos se deben entender como el cambio en $F(I_i)$ ante una variación en la razón financiera de 1% para la empresa promedio de la muestra. Es decir, que al incrementar en 1% el nivel de utilidad antes de impuestos / activo de la empresa promedio, $F(I_i)$ del modelo 2 se redujo en 0,000302²². Para las variables dicótomas D_i este efecto se debe interpretar como el cambio en $F(I_i)$ de la empresa promedio cuando se pasa de $D_i = 0$ a $D_i = 1$.

¹⁹ En la medida en que el valor de Y^* sea más alto (bajo) el modelo clasificará a más empresas como no frágiles (frágiles) y disminuirá el porcentaje correctamente clasificado de empresas frágiles (no frágiles).

²⁰ En otros estudios en los cuales no se escoge simplemente a Y^* como 0,5 (como en Neophytou, Charitou y Charalambous (2000)), este valor límite se selecciona a partir de los errores tipo I (empresa frágil clasificada como no frágil) y tipo II (empresa no frágil clasificada como frágil), como lo hacen Lin Lin y Piesse (2001) o Tirapat y Nittayagasetwat (1999).

²¹ Para los cálculos realizados, el cambio de cada indicador fue de 1%. Teniendo en cuenta que se trabajó con $x_j = \ln(1 + w_j)$, donde w_j es la razón financiera j , los efectos marginales se calcularon sobre el promedio de w_j y no sobre x_j .

²² Si la variable x_j se encuentra en la parte heteroscedástica del modelo, se logra que la tasa de compensación entre las variables i y j en el cual el índice de fragilidad Y no varía, dependa de los niveles de los indicadores. Bernhardsen (2001) explica cómo, a partir de un ejemplo numérico de Laitinen y Laitinen (2000) presentado a continuación, cuando

$$\frac{\partial x_i}{\partial x_j} \bigg|_{dy^*=0} = -\frac{\beta_i}{\beta_j} \text{ como en el caso de un } probit, \text{ una tasa de compensación constante no parece ser razonable. Si } \frac{\partial (\text{Util. antes impuestos / activo})}{\partial (\text{Disponible / activo})} \bigg|_{dy^*=0} = -\frac{2}{5} \text{ y el nivel de la}$$

CUADRO 4
PROPORCIÓN DE EMPRESAS CLASIFICADAS CORRECTAMENTE
(% CLASIFICADO CORRECTAMENTE)

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
No frágiles (<i>specificity</i>)	80,50	82,48	79,61	81,85
Frágiles (<i>sensitivity</i>)	80,12	81,87	78,95	81,29
Clasificación total	80,49	82,47	79,60	81,84

Nota: Y^* fue 0,025 para los modelos 1, 2 y 4, y 0,026 para el modelo 3.

Fuente: Cálculos del autor.

Sin embargo, las magnitudes de los efectos es poco intuitiva dada la poca variación del índice. Con el fin de entender mejor el efecto de las variables en la determinación de si una empresa es frágil o no, se calculó, para el modelo 2, cuánto debería ser el valor de un indicador en la empresa promedio para que $F(I_i)$ alcanzara 0,025 (es decir, para que la firma pase a ser frágil). La empresa promedio de nuestra muestra presenta niveles de rentabilidad de 2,25%, de endeudamiento de 13,16% y de liquidez (disponible / activos) de 4,39%, a partir de los cuales se determinó un $F(I_i)^{prom}$ de 0,002966. Se determinó que para que una empresa con estas características llegara al estado de fragilidad en el año 2001, la rentabilidad debería descender a -20,97% en el año 2000. Así mismo, la empresa promedio llegará a tener un $F(I_i)$ de 0,025, si al mantener los niveles de rentabilidad y liquidez promedio anteriores, aumenta su nivel de endeudamiento a 79,6%²³.

Con respecto a la liquidez, se puede afirmar que la empresa promedio no alcanza a llegar al estado de fragilidad disminuyendo su indicador de disponible / activos (aún al nivel de cero). Por tanto, una empresa con indicadores de rentabilidad y endeudamiento similares a los del promedio no debería presentar ningún signo de fragilidad. Las empresas vulnerables que empeoraron su estado legal en el año 2001, presentaron niveles deficientes, en comparación con el promedio, en sus indicadores de rentabilidad y endeudamiento. Una vez se deterioran estos indicadores, el de liquidez va cobrando mayor importancia a la hora de determinar

fragilidad empresarial, tal como se expuso anteriormente en las salidas del Cuadro 3. Este resultado ayuda a entender la diferencia entre iliquidez e insolvencia, por cuanto una empresa ilíquida no necesariamente es insolvente, como en el caso hipotético de la empresa promedio.

VII. VALIDACIÓN POR EL MÉTODO LACHENBRUNCH JACKKNIFE

Esta técnica es ampliamente aceptada para validar qué tan preciso clasifica un modelo por fuera de muestra. Se escogió aleatoriamente un número de empresas, con una representación del 90% de la muestra, y para estimar de nuevo los modelos 2 y 4. El objetivo de esta técnica es validar la capacidad de pronóstico del modelo de una forma artificial al clasificar el 10% restante de empresas excluidas en la estimación. El Cuadro 6 presenta el poder de clasificación sobre el 10% de empresas no utilizadas en la estimación a partir de 10 pruebas de Lachenbruch Jackknife (tomando $Y^* = 0,025$).

El poder de clasificación de la muestra excluida de cada una de las 10 pruebas es muy cercano al obtenido en el Cuadro 5. La estabilidad en los resultados del pronóstico y en los coeficientes estimados, demuestra cuán robustas son ambas estimaciones a variaciones en la muestra. Al igual que en el Cuadro 5, el modelo 2 es ligeramente mejor que el modelo 4 a la hora de pronosticar fragilidad empresarial.

VIII. CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS FRÁGILES A DOS AÑOS

El objetivo de esta última sección es investigar qué tan buenos son los modelos 2 y 4 para pronosticar fragilidad dos años adelante. A partir de las empresas no frágiles erróneamente clasificadas como frágiles por los modelos 2 y 4 (aproximadamente el 18%), se determinó qué proporción de esta población se

empresa en ambos indicadores fuera 5%, una firma seguirá siendo igual de frágil si el indicador de liquidez se situara en 3% y el de rentabilidad en 10%. Sin embargo, esto también implicaría que para una firma con altos niveles iniciales en liquidez de 50% y la misma rentabilidad (5%), una caída en liquidez a 48% también necesite incrementar a 10% la rentabilidad para mantener el mismo nivel de riesgo. En nuestro caso, la tasa de compensación entre el indicador de rentabilidad y cualquier otro que logran mantener constante el nivel de riesgo, dependerá del nivel de los indicadores.

²³ 479 empresas de la muestra tuvieron un indicador de rentabilidad menor que -20,97%, en tanto que 84 registraron un endeudamiento mayor que 79,6% (lo que no indica a priori que sean frágiles).

CUADRO 5
RESUMEN PRUEBA DE VALIDACIÓN DE LACHENBRUNCH JACKKNIFE

Prueba número	Modelo 2			Modelo 4		
	No frágiles (<i>Specificity</i>)	Frágiles (<i>Sensitivity</i>)	Clasificación total	No frágiles (<i>Specificity</i>)	Frágiles (<i>Sensitivity</i>)	Clasificación total
1	85,13	88,89	85,20	81,43	75,00	81,30
2	81,13	70,00	80,80	82,56	56,00	81,90
3	80,97	69,70	80,60	80,59	87,50	80,70
4	83,69	80,00	83,60	82,47	70,00	82,10
5	82,49	91,67	82,60	82,26	76,00	82,10
6	84,29	85,00	84,30	81,65	78,95	81,60
7	81,46	92,31	81,60	80,35	82,61	80,40
8	82,24	85,00	82,30	84,15	62,50	83,80
9	81,00	66,67	80,70	82,65	80,00	82,60
10	85,06	75,00	84,90	82,84	100,00	83,10
Promedio	82,75	80,42	82,66	82,10	76,86	81,96

Fuentes: Cálculos del autor.

declaró en reestructuración o liquidación obligatoria en el año 2002. Es decir, qué porcentaje de ese 18% de empresas clasificadas erróneamente como frágiles en el año 2001 fueron frágiles en el año 2002²⁴.

El modelo 2 fue capaz de pronosticar correctamente como frágiles a 69 de las 102 empresas declaradas en reestructuración o liquidación obligatoria durante el año 2002, es decir un 68% de las clasificadas como frágiles²⁵. Por su parte, el modelo 4 identificó 67 de las 102 para un grado de *specificity* de 66%.

Se puede concluir que las variables incluidas en los modelos 2 y 4 permiten diferenciar no solamente las empresas sanas de las frágiles un año adelante, sino

también identificar a dos de cada tres empresas frágiles con dos años de anticipación. Es decir, que con el 18% de empresas clasificadas como frágiles siendo sanas en el año 2001, se logró identificar correctamente como frágiles en 2002 el 68%. Tal como se esperaba, la proporción de empresas frágiles correctamente clasificadas fue menor al tratar de identificarlas dos años adelante que al hacerlo sólo un año adelante (se pasó de una clasificación correcta de 82% de empresas frágiles en 2001 a un 68% en 2002).

IX. CONCLUSIONES

El objetivo de este estudio fue desarrollar un modelo estadístico de pronóstico de fragilidad para las empresas en el año 2001. Aun cuando bastantes estudios han desarrollado este tipo de modelos en otros países del mundo, este trabajo trata de suplir la ausencia de estimaciones para el caso colombiano utilizando una muestra representativa de la población de empresas y técnicas *probit*.

²⁴ De las 277 empresas identificadas como frágiles durante el año 2002 (ya sea por declararse en reestructuración o en liquidación obligatoria) sólo se tuvo información contable para 116 de ellas en el año 2000, de las cuales 14 no se tuvieron en cuenta por presentarse en liquidación obligatoria en el año 2002 después de haber presentado reestructuración en el año 2001.

²⁵ Nuevamente, se utilizó = 0,025 para llevar a cabo la clasificación de ambos modelos.

La amplia muestra utilizada incluyó la información contable de 9.000 empresas, para las cuales se calcularon indicadores de rentabilidad, endeudamiento, liquidez y eficiencia frecuentemente utilizados al realizar análisis financieros. Utilizando un modelo *probit* heteroscedástico se identificaron como relevantes las razones financieras Utilidad antes de impuestos / Activos, obligaciones financieras/activos y Disponible / Activos. A partir de estas tres razones financieras y de variables *dummies* por sector económico, se pudo identificar correctamente el 82% de las empresas frágiles e igual proporción para las no frágiles.

El análisis marginal de las razones financieras del modelo 2 permitió afirmar que una empresa con indicadores de rentabilidad y endeudamiento similares a los del promedio no debería presentar ningún signo de fragilidad, sin importar su nivel de liquidez. Sin embargo, una vez se deteriora alguno de estos dos indicadores la liquidez va cobrando mayor importancia a la hora de determinar fragilidad empresarial. Pruebas

adicionales sobre el modelo permitieron confirmar la estabilidad de los resultados ante cambios en la muestra y la capacidad de dicho modelo para identificar con dos años de antelación a dos de cada tres empresas frágiles en el año 2002. A pesar de la importancia de la variable tamaño en otros estudios sobre el acceso al crédito en Colombia, ésta no es útil para identificar el empeoramiento en el estado legal de las empresas.

Este estudio permite identificar las razones financieras relevantes a la hora de pronosticar un deterioro en el estado legal de las empresas. Sin embargo, el modelo utilizado es de corte transversal y no es conveniente hacer análisis de carácter intertemporal a partir de estos resultados. Variables relevantes en estudios anteriores como edad y valor de mercado de la firma no se incluyeron por su falta de disponibilidad. Futuros trabajos en esta área permitirán saber si las razones financieras aquí presentadas siguen siendo determinantes a pesar de los cambios macroeconómicos de la economía.

Referencias

- Altman, Edward (1968). "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, No. 4.
- _____; Narayanan, Paul (1997). "An international survey of business failure classification models", *Financial markets, institutions and instruments*, Vol. 6, No. 2.
- Banco de la República (2002). *Reporte de Estabilidad Financiera*.
- Beaver, William (1966). "Financial ratios as predictors of failure", *Journal of Accounting Research*, No. 4.
- Bernhardsen, Eivind (2001). "A model of bankruptcy prediction", Working Papers, *Norges Bank*, 2001/10.
- Echeverry, Juan Carlos; Salazar, Natalia (1999). "¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?", Archivos de Macroeconomía, *Departamento Nacional de Planeación*, No.118.
- Echeverry, Juan Carlos (2001). "Memorias de la recesión de fin de siglo en Colombia: flujos, balances y política anticíclica", Boletines de Divulgación Económica, *Departamento Nacional de Planeación*, No. 7.
- Fedesarrollo (2003). *Encuesta de opinión empresarial sector industrial: resultados del módulo especial sobre estructura de financiamiento de las empresas y situación actual del crédito*.
- Greene (2000). *Econometric Analysis*, Prentice Hall (4a. edición).

- Higgins, Robert (2000). *Analysis for Financial Management*.
- International Monetary Fund (2001). *Macprudential analysis: selected aspects*.
- Laitinen, Erkki y Teija Laitinen (2000). "Bankruptcy prediction application of the Taylor's expansión in logistic regresión", *Internacional Review of Financial Analysis*, Vol. 9, No. 4.
- Lennox, Clive (1999). "Identifying failing companies: a reevaluation of the logit, *probit* and DA approaches", *Journal of Economics and Business*, Vol. 51, No. 4.
- Lin, Lin; Piesse, Jenifer (2001). "The identification of corporate distress: a conditional probability analysis approach", *Department of Management Working Paper Series*, Birkbeck College, *University of London*, 01/03.
- Lo, Andrew (1986). "Logit versus discriminant analysis", *Journal of Econometrics*, No. 31.
- Neophytou, Evridiki, Andreas Charitou; Charalambous, Chris (2000). "Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK", Working paper series, *University of Southampton*, No. 01-173.
- Ohlson, J. (1980), "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, No. 18.
- Platt, Harlan; Platt, Marjorie (1991). "A note on the use of industry-relative ratios in bankruptcy prediction", *Journal of Banking and Finance*, No. 15.
- _____; _____ (2002). "Predicting corporate financial distress: reflections on choice based sample bias", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 26, No. 2.
- Rosillo, Jorge (2002). "Modelo de predicción de quiebras de las empresas colombianas", *Revista Innovar*, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional, No. 19.
- Tenjo, Fernando; García, Guillermo (1998). "Desarrollo financiero y estructura de capital de las empresas", en *El ahorro en Colombia*, Departamento Nacional de Planeación, Tercer Mundo Editores.
- Tirapat, Sunti; Nittayagasetwat, Aekkachai (1999). "An investigation of Thai listed firms financial distress using macro and micro variables", *Multinational Finance Journal*, Vol. 3, No. 2.
- Urrutia, Miguel (1999). "Crédito y reactivación económica", *Revista del Banco de la República*, No. 860.
- _____; Zárate, Juan Pablo (2000). "La crisis financiera de fin de siglo", Mimeo, Banco de la República.
- Villar, Leonardo; Rincón, Hernán (2001). "Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los 90", *Ensayos Sobre Política Económica*, Banco de la República, No. 39.

EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS ADMINISTRADORES DE FONDOS DE PENSIONES (AFP)

POR: JUAN PABLO ARANGO A.

SANTIAGO MUÑOZ T.*

En esta edición del informe se incluye una pequeña sección de carácter puramente descriptivo sobre otros agentes de los mercados financieros colombianos que han cobrado importancia en los últimos años. En esta entrega se hace una descripción de la evolución de las principales variables financieras de los fondos de pensiones privados.

I. CRECIMIENTO DEL PORTAFOLIO

El valor de los fondos administrados por los AFP ha crecido en forma vertiginosa desde su creación en 1993. A marzo de 2003 el valor del portafolio de inversión de los fondos de pensiones y cesantías equivalía a \$22,6 b. (equivalentes a 11% del PIB), de los cuales \$16,7 b correspondía a fondos de pensiones obligatorias (Gráfico 1). Así mismo, el portafolio de los AFP es equivalente al 25,13% del activo del sistema financiero para marzo de 2003.

Este crecimiento en el valor del portafolio ha sido muy similar al registrado en el número de afiliados. Según datos de afiliación a marzo de 2003, existen 4,8 m de personas afiliadas, de las cuales aproximadamente la mitad está activa, es decir que realiza aportes periódicos a los fondos. Este número de afiliados es un logro importante del sistema de capitalización individual si se tiene en cuenta que representa el 46% de los afiliados al sistema general de pensiones colombiano. El resto de los afiliados se encuentra

inscrito al Seguro Social, bajo un sistema de prima media con beneficios preestablecidos.

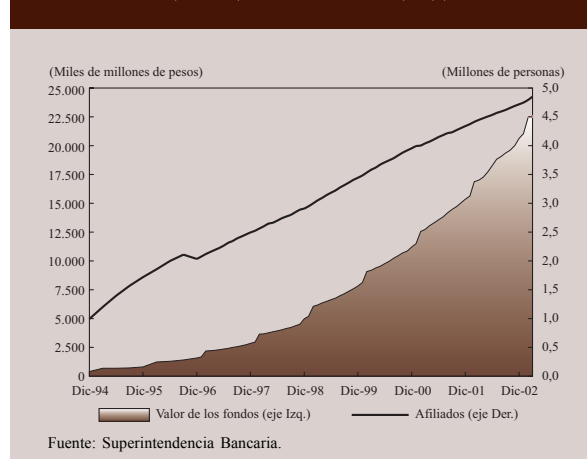
Adicionalmente, la importancia de los fondos también ha venido aumentando como proporción del ahorro privado de la economía. Es así como para 1996 el ahorro que se canalizaba a través de los fondos representaba el 5% del ahorro privado, mientras que seis años más tarde el ahorro canalizado a través de los AFP representaba el 20% del ahorro privado.

II. COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS AFP

A. Clasificación por clase de activo y contraparte

La composición del portafolio de los AFP puede analizarse desde varias clasificaciones utilizadas por

GRÁFICO 1
NÚMERO DE AFILIADOS Y VALOR
DE LOS FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS
DICIEMBRE 1994 - MARZO 2003



* Los autores son profesionales del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones acá contenidas son de responsabilidad exclusiva de los autores y no necesariamente reflejan las del Banco de la República o su Junta Directiva.

la Superintendencia Bancaria y que son interesantes para esta parte del informe. En primer lugar, al mirar la descomposición de los activos entre los de renta fija y los de renta variable se observa que el 89% está compuesto de inversiones de renta fija y el 10% por inversiones de renta variable (Gráfico 2).

Dentro de las inversiones de renta fija los papeles de deuda pública obtienen la mayor participación con 57%, seguidas de las inversiones en el sistema financiero con 18% y de inversiones en instituciones no vigiladas por la Superintendencia Bancaria con 17% (Gráfico 3).

En el Gráfico 4, se detalla la composición de las inversiones de deuda pública en el portafolio de los AFP. En marzo de 2003 estas inversiones alcanzan \$11,8 b, lo cual representa una participación de 9,06% dentro de la deuda del SPNF.

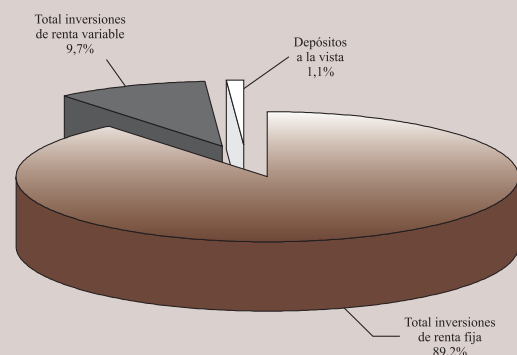
Como se desprende del gráfico, la mayor participación la obtienen los TES (48%), seguidos de los títulos de deuda externa emitidos por la Nación (40%). El monto de TES (\$5,71 b) en poder de los AFP representa el 11,4% del mercado de estos títulos para marzo de este año y el 29,5% de la totalidad de estos títulos en poder del sector privado no financiero. La participación en el mercado de deuda externa, equivale al 14,4% de la deuda externa total de Colombia en bonos.

De otra parte, en el Cuadro 1 se detalla la composición de las inversiones de renta fija que los AFP tienen en el sistema financiero. Se destaca la participación de los CDT con el 10,3% del total de estas inversiones. Así mismo, sorprende la baja participación que los títulos hipotecarios tienen dentro de esta categoría.

De otra parte, en el Cuadro 2, se detalla la composición de las inversiones de renta fija que los AFP tienen con el resto de los agentes domésticos así como con el resto del mundo, las cuales alcanzan cerca del 25% del total de las inversiones de renta fija.

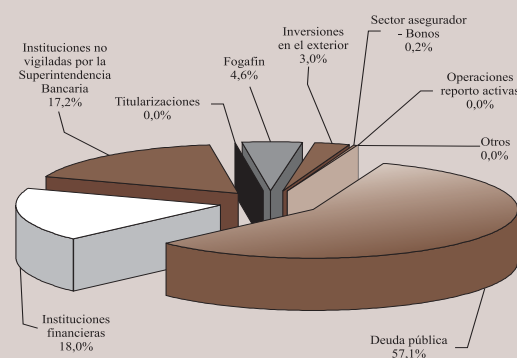
Se destaca la participación que tienen los bonos en esta categoría con el 16% del total de las inversiones

GRÁFICO 2
COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LAS AFP
RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE (MARZO 2003)



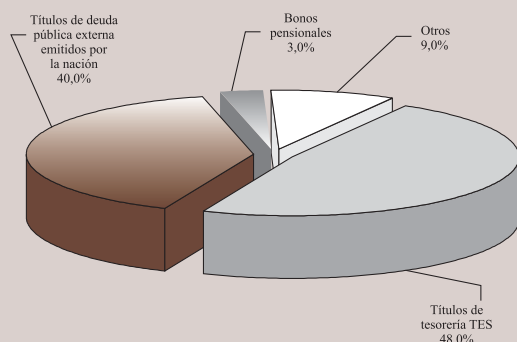
Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 3
COMPOSICIÓN DE LAS INVERSIONES
DE RENTA FIJA DE LAS AFP
(% DEL TOTAL DE RENTA FIJA)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 4
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA
EN EL PORTAFOLIO DE LAS AFP
MARZO DE 2003 (% DE LAS INVERSIONES
DE RENTA FIJA)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

CUADRO 1
NIVEL Y PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES DE LAS AFP
CON EL SISTEMA FINANCIERO, MARZO DE 2003
 (% DEL TOTAL DE INVERSIONES DE RENTA FIJA)

	Millones de pesos	Porcentaje
Certificados de depósito a término	2.125.954	10,31
Bonos	1.017.312	4,93
Títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria	213.208	1,03
Cédulas de inversión	134.446	0,65
Títulos de ahorro FEN	79.384	0,39
Títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización cuyo subyacente es distinto de cartera hipotecaria y no corresponde a una inversión admisible	60.963	0,30
Títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización cuyo subyacente es distinto de cartera hipotecaria y corresponde a una inversión admisible	38.439	0,19
Bonos hipotecarios	25.423	0,12
Títulos avalados o garantizados por Fogafin	11.193	0,05

Fuente: Superintendencia Bancaria.

CUADRO 2
MONTO Y PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES DE RENTA FIJA
DISTINTAS A LA DEUDA PÚBLICA Y EL SECTOR FINANCIERO, MARZO 2003
 (% DEL TOTAL DE INVERSIÓN DE RENTA FIJA)

	Millones de pesos	Porcentaje
Instituciones no vigiladas por la Superintendencia Bancaria	3.546.349	17,20
Bonos	3.282.620	15,92
Títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria	251.724	1,22
Bonos avalados, aceptados o garantizados por instituciones financieras	8.965	0,04
Papeles comerciales	3.039	0,01
Bonos Fogafin	941.939	4,57
Inversiones en títulos emitidos por entidades del exterior	591.735	2,87
Bonos emitidos por organismos multilaterales de crédito	286.672	1,39
Títulos de renta fija emitidos por bancos del exterior	179.528	0,87
Títulos de renta fija emitidos por gobiernos extranjeros	75.902	0,37
Títulos de renta fija avalados, garantizados o aceptados por bancos del exterior	14.791	0,07
Títulos de renta fija emitidos por bancos centrales del exterior	34.842	0,17
Bonos sector asegurador	45.936	0,22
Total inversiones diferentes a deuda pública y sistema financiero	5.125.959	24,87

Fuente: Superintendencia Bancaria.

de renta fija de estos agentes. Nuevamente, sorprende la baja participación que los títulos hipotecarios tienen dentro de esta subcategoría de inversiones.

En cuanto a las inversiones de renta variable, estas se concentran en inversiones en el exterior 48%, seguidas de inversiones en el sistema financiero con el 27% y de otras del 25% en instituciones no vigiladas por la Superintendencia Bancaria (Gráfico 5).

B. Clasificación por condiciones financieras

La composición del portafolio de los AFP puede analizarse por el tipo de moneda y/o unidad de cuenta en la cual están denominados sus activos. Se destaca en esta clasificación la participación de los activos denominados en pesos (56%) seguidos de las inversiones denominadas en dólares (24%) y las denominadas en UVR (20%).

Cuando se indaga un poco más sobre la composición del portafolio, se encuentra que los instrumentos indexados a la inflación tienen una participación muy moderada dentro del portafolio de estas instituciones, a pesar de que sus pasivos están atados a la evolución de la inflación. En efecto, la suma de los instrumentos

denominados en UVR e IPC alcanza el 39,8% del portafolio. Este hecho llama la atención acerca de la existencia de un enorme potencial de crecimiento para los instrumentos financieros indexados a la UVR, dada la naturaleza de la indexación de los pasivos de los AFP.

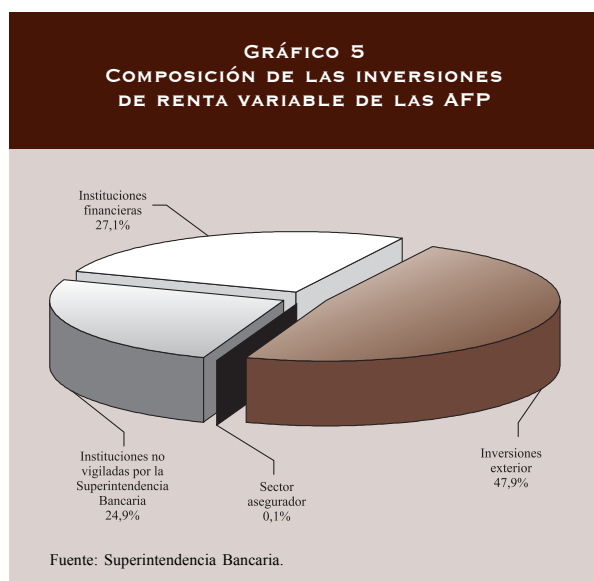
De otra parte, es posible descomponer del portafolio de los AFP entre instrumentos a tasa fija y tasa variable. Es así como el 44% de sus inversiones se encuentra a tasa variable y el 50,3% a tasa fija.

C. Descomposición por plazos

Finalmente, es posible hacer una descomposición por plazos de los activos en el portafolio de los AFP. Cuando se utiliza esta descomposición se encuentra que el 90,27% de los activos de los fondos se encuentra concentrado en plazos inferiores a 10 años, mientras que el 9,73% restante se extiende en plazos superiores a 10 años.

Sobre este punto, llama la atención el contraste entre la composición de edades de los afiliados de los AFP y la composición de plazos ya reseñada. En efecto, mientras los activos están concentrados en duraciones y plazos relativamente cortos, el 43% de los afiliados se concentra entre los 25 y 34 años, lo cual evidencia un desfase entre los plazos y duraciones de su activo y el vencimiento de los pasivos.

Aunque es cierto que la composición por plazos del activo de estas entidades ha venido mejorando en concordancia con el desarrollo de instrumentos financieros de más largo plazo (principalmente instrumentos de deuda pública) y que esta composición es un fenómeno típico de mercados de capitales poco desarrollados, es importante resaltar el potencial de crecimiento que tendrían instrumentos financieros de más largo plazo emitidos tanto por el sector público como por el sector privado que permitieran una concordancia mayor entre el pasivo y el activo de estas instituciones.



Este Informe fue preparado
por la Subgerencia Monetaria y de Reservas
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en agosto de 2003.