



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
DICIEMBRE DE 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISBN-1692 - 4029

RESUMEN Y CONCLUSIONES

✕ Una de las principales funciones del banco central es promover y garantizar el seguro y eficiente funcionamiento del sistema de pagos, para lo cual es esencial la estabilidad del sistema financiero. Por esta razón, en julio del presente año el Banco de la República publicó el primer *Reporte de Estabilidad Financiera*.

✕ Con esta segunda versión del reporte se pretende continuar cumpliendo con el objetivo de presentar la visión del Banco acerca de la evolución del sistema financiero y de los acontecimientos más importantes ocurridos en los últimos meses.

✕ Durante el año 2002 se profundizaron algunas tendencias que se señalaban en el reporte pasado. En particular, la recuperación de la rentabilidad del sistema financiero y la consolidación de las tendencias de mejoría en la calidad de la cartera del mismo.

✕ En el anterior reporte se reseñaba una tendencia consistente de reasignación de activos dentro del balance de las entidades financieras caracterizada por una marcada disminución de la participación del crédito dentro de la industria bancaria. Esta tendencia ha comenzado a revertirse en los últimos meses, especialmente para algunos agentes del sistema financiero.

✕ Como se muestra en este reporte, tanto los balances del sistema financiero como los de sus clientes privados han venido mejorando, aunque de forma lenta. Sin embargo, ambos sectores continúan expuestos a choques de variables macroeconómicas.

✕ Dentro de este marco el actual *Reporte de Estabilidad Financiera* identifica las tendencias económicas más importantes. Con tal fin, se analiza la evolución de la deuda agregada del sector no financiero, el comportamiento reciente de los principales deudores del sistema y el desempeño en sí de este último.

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

Sector corporativo

✕ La exposición del sistema financiero ante el sector corporativo privado aumentó ligeramente durante los primeros seis meses de 2002, luego de una reducción continua entre 1998 y 2001. Este aumento se debió principalmente a la evolución de la cartera comercial.

✕ El riesgo que representan los principales sectores económicos para el sistema financiero ha seguido reduciéndose, en la medida en que ha venido mejorando la calidad de la cartera. Cabe destacar que, aunque la construcción continúa registrando índices desfavorables, la calidad de su cartera ha venido mejorando de forma continua. Probablemente, si el sector sigue comportándose dinámicamente, la calidad de su cartera continuará mejorando, lo que reduciría el riesgo para el sistema financiero.

✕ En el reporte anterior se analizó un reducido grupo de empresas vigiladas por la Superintendencia de Valores (Supervalores) y se encontró que en 2001 diversos indicadores de capacidad de pago mostraban una mejoría. En este informe se analizó un grupo más amplio de empresas, compuesto por las vigiladas por la Supervalores y la Superintendencia de Sociedades (Supersociedades). Al analizar esta muestra más amplia se confirman las conclusiones sobre la mejoría en la capacidad de pago registrada hasta el año 2001.

✕ En el tercer trimestre de 2002 se presentó un deterioro importante en los indicadores financieros de las empresas vigiladas por la Supervalores. Aunque este comportamiento fue generalizado, resultó más acentuado en el caso de las empresas productoras de bienes no transables, como consecuencia de la devaluación real.

✕ La respuesta positiva a la devaluación registrada por algunos indicadores de las empresas transables antes de 2001 y la respuesta negativa a la devaluación presentada por las empresas no transables hasta el tercer trimestre de 2002 indican una alta sensibilidad de la estabilidad financiera del sector corporativo a movimientos bruscos de la tasa de cambio. Dado lo anterior, una excesiva inestabilidad en esta variable genera riesgos para importantes ramas del sector real.

✕ Así mismo, el escaso dinamismo de la demanda interna y externa, presentado especialmente a principios del año 2002 se ha reflejado en el estancamiento de los ingresos operativos de las empresas. En este contexto, un deterioro adicional en la demanda es el segundo riesgo en importancia para la estabilidad financiera del sector real.

✕ La opinión de los empresarios reportada en las diferentes encuestas relacionadas con el crecimiento agregado de la economía es aún bastante conservadora. De igual forma, la mayor parte de los encuestados prevé mantener estable su planta de personal en el corto plazo, lo que indicaría de forma indirecta que no están planeando proyectos de inversión ambiciosos en el futuro cercano. Los indicadores parecen mostrar que, en el corto plazo, puede darse un aumento moderado de la demanda de crédito, similar al observado en los últimos meses.

Hogares

✕ Los primeros seis meses del año 2002 se caracterizaron por una continua tendencia hacia la reducción de la exposición del sistema financiero a los hogares. Esta tendencia, iniciada en el año 1998, ha llevado a que la mencionada exposición se encuentre en su nivel más bajo desde el año 1996. A pesar de que la reducción de la cartera se presenta tanto en bancos especializados en crédito hipotecario (BECH), como en compañías de financiamiento comercial (CFC) y bancos comerciales, existe una diferencia en la dinámica de estos últimos que ha revertido su tendencia desde mayo de 2002.

✕ En lo corrido de 2002, se ha observado una leve mejoría en la calidad de la cartera de los hogares, con respecto al año anterior, reflejada en un aumento en la cartera calificada como de tipo A. Esta mejoría coincide con una desaceleración en la caída de los precios de los activos y con un incremento en los ingresos de los individuos asalariados con respecto al año anterior, lo cual sugiere una mayor capacidad de pago para este grupo de la población. Sin embargo, la evolución de las tasas de empleo y desempleo no permite que para el total de hogares se afirme lo mismo sin ambigüedad.

✕ En cuanto al futuro endeudamiento de los hogares, las diferentes encuestas presentan señales ambiguas acerca del comportamiento de la demanda de crédito. Por una parte, algunos indicadores exhiben una caída en el número de hogares que opina que es un momento propicio para adquirir bienes. Sin embargo, los índices de confianza y de situación económica del consumidor se encuentran en niveles relativamente altos con relación al último año. La información más reciente (no contenida en el reporte) correspondiente a estas encuestas ratifica dicho comportamiento. Por lo tanto, de continuar la tendencia ascendente en el crédito de consumo y de mejorar la colocación de cartera hipotecaria, podría darse un aumento moderado en la demanda de crédito por parte de los hogares.

Sector público no financiero

✕ Después de la creciente exposición del sistema financiero con el sector público ocurrida durante los últimos años, en los primeros seis meses del año 2002 se redujo el crecimiento de la misma y, durante el segundo semestre, se moderó aún más con la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco de la República.

✕ En los años anteriores a 2002 el sector público no financiero (SPNF), especialmente el Gobierno Central, había presentado un incremento sostenido en su deuda y un deterioro en sus indicadores financieros. Tal como se mencionó en el reporte anterior, dado el aumento en la participación de los títulos públicos dentro del activo del sistema, el deterioro de la posición financiera del sector público constituía un riesgo para el sector financiero. Este riesgo se materializó en los meses de julio y agosto cuando se produjo un incremento de cerca de 200 puntos básicos (pb) en las tasas de interés de los títulos que generó pérdidas en la valoración de los papeles en poder del sistema.

✕ Este efecto no fue lo suficientemente grande para inducir pérdidas en el balance total del sistema, de donde se concluye que, con la exposición actual los intermediarios pueden amortiguar un choque de estas proporciones sin que se vea amenazada su estabilidad. En los meses posteriores a agosto se ha visto una mejoría en las condiciones de la deuda que ha redundado en utilidades para el sistema financiero.

✕ A pesar de lo anterior, es claro que la posición financiera del sector público sigue siendo un determinante importante de la solvencia del sistema financiero, por lo que es prioritario que se realicen los ajustes necesarios para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública.

✕ En el pasado *Reporte de Estabilidad Financiera* se comentó la importancia de la exposición del sistema a la deuda de los entes territoriales, no tanto por su monto como por su baja

calidad. En los últimos meses la exposición se ha reducido en términos reales y la calidad de la cartera ha mejorado, disminuyendo así el riesgo que representan estos agentes para la estabilidad del sistema financiero.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO

✕ La rentabilidad del sistema financiero ha mejorado a lo largo del presente año. Dentro de esta mejoría, juega un papel importante la mayor rentabilidad del negocio de cartera y otras actividades que generan comisiones.

✕ La calidad de los activos del sector también ha mejorado. Sin embargo, el comportamiento de los activos continúa siendo asimétrico según el tipo de cartera. En efecto, mientras la cartera comercial y de consumo presenta una notoria y sostenida mejoría, el comportamiento de la cartera hipotecaria sigue mostrando elevados niveles de riesgo.

✕ Esta tendencia ha llevado a que los activos improductivos del sistema se concentren en los BECH que son los intermediarios que tienen una mayor proporción de cartera hipotecaria en su balance.

✕ Además del riesgo crediticio, también persiste un elevado riesgo de tasas de interés en los BECH. Sin embargo, en lo que va corrido del año se han realizado dos operaciones de titularización, con lo cual se están desarrollando los mecanismos que permitirán reducir este riesgo hacia el mediano plazo.

✕ En el anterior reporte se reseñó una tendencia sistemática hacia la sustitución de cartera por inversiones. Hasta el mes de mayo de 2002 esta tendencia se mantuvo. Sin embargo, durante los últimos meses la participación del crédito en el total del activo ha venido aumentando de forma importante, en detrimento de la participación de las inversiones. Esta tendencia se acentuó durante los últimos meses de 2002 debido a las ventas de títulos públicos realizadas por las entidades financieras al Banco de la República.

✕ A pesar del comportamiento de la cartera de los últimos meses, durante 2002 se reforzó la tendencia hacia la toma de nuevos riesgos por parte del sistema, especialmente relacionados con operaciones de futuros y derivados y operaciones de tesorería.

✕ Este comportamiento refuerza la importancia que tiene la implementación de requerimientos de capital y la capacidad supervisora de estas nuevas actividades que no necesariamente requieren de movimientos de recursos entre las entidades financieras.

RIESGOS DERIVADOS DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA

✕ En el reporte pasado se plantearon cuatro fuentes de riesgo potenciales derivadas del desempleo macroeconómico, a saber: cambios en los flujos de capitales, comportamiento de la absorción, problemas de financiamiento público y demanda externa.

✕ Durante el año 2002 se observó un deterioro de los flujos de capital hacia los países emergentes, de los cuales Colombia no fue la excepción. Para el año 2003 las proyecciones

macroeconómicas indican que este fenómeno podría persistir, generando efectos adversos sobre las tasas de interés, expectativas de devaluación y tasa de cambio, que podría afectar al sistema financiero.

✝ Por su parte, la dinámica de la absorción no ha tenido cambios significativos y ha aumentado su crecimiento en los últimos meses. Se espera que este comportamiento continúe.

✝ La coyuntura económica de los socios comerciales ha implicado una baja dinámica de la demanda externa por productos domésticos, lo que golpea a las empresas productoras de bienes transables y, a través de ellas, a los prestamistas en el sistema financiero. Para el año 2003 se espera que la elevada devaluación del segundo semestre de 2002 se vea reflejada en mejoras en sus ingresos operativos de estas empresas.

✝ Como se mencionó anteriormente, la relación entre el sistema financiero y el comportamiento de las variables fiscales es estrecha, por lo cual la estabilidad del sistema depende de lo que ocurra en este frente.

Junta Directiva del Banco de la República

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA
DICIEMBRE DE 2002

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

Nicolás León Gómez

Oscar Gonzalo Martínez Amaya

Santiago Muñoz Trujillo

CONTENIDO

I.	DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL	15
II.	DEUDORES DEL SECTOR FINANCIERO	18
	A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO	18
	B. HOGARES	38
	C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	44
III.	SECTOR FINANCIERO	60
	A. RENTABILIDAD	60
	B. EXPOSICIÓN AL RIESGO DE CRÉDITO Y SOLIDEZ PATRIMONIAL	62
	C. EVOLUCIÓN DE ACTIVOS, PASIVOS Y OPERACIONES FUERA DE BALANCE	64
	D. IMPACTO DE NUEVOS IMPUESTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO	69
	E. CONCLUSIONES	69
	ANEXO 1	72
	ANEXO 2	76

DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL

El sector "real" de la economía, compuesto por el Gobierno, las empresas y los hogares, constituye la contrapartida del sistema financiero doméstico. Este último es una de las principales fuentes de financiamiento del primero y por ésta 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.

El Cuadro 1 muestra la evolución de la deuda bruta del sector no financiero entre 1998 y junio de 2002. La deuda total creció 54,2% en términos nominales en todo el período, lo que equivale a un incremento de 15,1% en términos reales. Entre 1998 y 2001 el crecimiento real promedio anual correspondiente fue de 5,3%, pero entre diciembre de 2001 y junio de 2002 se presentó un ligero decrecimiento de 1,4% real.

El comportamiento de la deuda fue muy diferente para el sector público y para el sector privado. Entre 1998 y 2002, la deuda del SPNF creció 63,3% real y la deuda del sector privado no financiero decreció 17,9% real. Durante los primeros seis meses del presente año la deuda del sector público aumentó 0,2% real, mientras que la del sector privado continuó con su tendencia decreciente, disminuyendo 3,6% real. Es decir, el sector público es el que está asumiendo pasivos, mientras que la deuda bruta del sector privado no financiero ha venido cayendo continuamente en términos reales desde 1998.

Para el sector público las fuentes de financiamiento interno y externo han sido igualmente importantes, lo que se refleja en una participación muy pareja de los componentes interno y externo de la deuda de dicho sector. No obstante, durante el primer semestre de 2002 el acervo de deuda interna del

CUADRO 1
DEUDA BRUTA DEL SECTOR NO FINANCIERO, 1998-2002
(BILLONES DE PESOS)

Año	Sector público no financiero			Sector privado no financiero			Deuda total
	Interna	Externa	Total	Interna 1/	Externa 2/	Total	
1998	23,9	24,7	48,7	48,9	22,2	71,2	119,8
1999	30,6	32,9	63,5	46,1	27,3	73,4	136,9
2000	42,1	41,9	84,1	41,9	32,0	73,9	157,9
2001	50,6	50,8	101,4	43,1	34,4	77,5	178,9
2002 3/	55,6	50,9	106,5	43,4	34,9	78,3	184,8

1/ Cartera privada bruta – Créditos entre entidades financieras + Bonos privados en mercado primario en bolsa de valores.

2/ Incluye arrendamiento financiero.

3/ Información a junio de 2002.

Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

sector creció 4,8% real, mientras que la deuda externa valorada en pesos cayó 4,4% real, lo que se debe principalmente a efecto cantidad: la deuda externa del SPNF en dólares cayó 3,8% durante esos seis meses (US\$955 millones (m)), mientras que la devaluación nominal durante ese semestre fue apenas ligeramente inferior a la inflación del mismo (la devaluación¹ fue de 4,7% mientras que la inflación, medida por el cambio en el índice de precios al consumidor (IPC), fue de 4,8%).

Para el sector privado, en cambio, la deuda interna prima sobre la externa como fuente de financiamiento. Durante los primeros seis meses de este año se redujeron los acervos de deuda privada interna y externa en términos reales. La primera cayó 3,9%, mientras que la segunda valorada en pesos cayó 3,2%. La reducción de la deuda externa privada se debió también a la disminución de la deuda en dólares (US\$467 m).

El Cuadro 2 muestra el comportamiento de la relación Deuda / PIB² del sector real entre 1998 y ju-

nio de 2002. Este es 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 comportamiento de los ingresos de los deudores. En principio, los incrementos del nivel global de deuda aumentan el riesgo de los acreedores, si todo lo demás permanece constante. Sin embargo, los aumentos en el nivel de deuda pueden estar asociados con aumentos en el nivel de actividad económica que generan mayores ingresos futuros con los cuales se puede cumplir con las obligaciones. En cambio, crecimientos acelerados en la relación entre deuda del sector real y producto interno bruto (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 su liquidez, pueden llegar a presentar dificultades de pago.

Como se observa, la relación Deuda / PIB presentó una tendencia creciente entre 1998 y 2001, pasando de 85% a 94%. Para el primer semestre de 2002 la relación se estabiliza y el indicador registra 94%. Este

¹ La devaluación se calcula con base en la tasa representativa del mercado (TRM) de fin de mes.

² Dado que el PIB es un flujo mientras que la deuda es un acervo, el dato del PIB correspondiente a junio de 2002 debió anualizarse de la siguiente forma: PIB primer semestre de 2002 - PIB primer semestre de 2001 + PIB total 2001.

CUADRO 2
DEUDA BRUTA DEL SECTOR NO FINANCIERO, 1998-2002
(COMO PORCENTAJE DEL PIB)

Año	Sector público no financiero			Sector privado no financiero			Total
	Interna	Externa	Total	Interna 1/	Externa 2/	Total	
1998	17,0	17,5	34,5	34,7	15,8	50,5	85,0
1999	20,5	22,1	42,6	31,0	18,3	49,3	91,8
2000	24,8	24,1	49,0	24,1	18,4	42,5	91,5
2001	26,7	26,8	53,5	22,7	18,2	40,9	94,4
2002 3/	28,4	25,9	54,3	22,1	17,8	39,9	94,2

1/ Cartera privada bruta – Créditos entre entidades financieras + Bonos privados en mercado primario en bolsa de valores.

2/ Incluye arrendamiento financiero.

3/ Información a junio de 2002.

Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

comportamiento fue común para el sector público y para el privado.

Al mirar el comportamiento del indicador de acuerdo con el criterio de origen geográfico de la deuda y no por el carácter del destino (público o privado), se observa que entre 1998 y junio de 2002 bajó la relación entre deuda interna del sector real y PIB, mientras que aumentó la relación entre deuda externa del sector real y PIB. Esto implica que, pese a que el sector real se sigue financiando primordialmente con recursos domésticos, su utilización de recursos externos ha crecido en importancia. La deuda interna del sector real, que en 1998 representa-

ba 52% del PIB, en junio de este año representó 50% del mismo. La deuda externa del sector real creció continuamente entre 1998 y 2001 como proporción del PIB, pasando de 33% a 45%, pero luego se redujo ligeramente, registrando 44% del PIB en junio de 2002. Se debe tener en cuenta que la alta devaluación experimentada entre julio y septiembre del presente año generó un aumento considerable de la deuda externa valorada en pesos. Esto podría hacer que el efecto precio dominara el efecto cantidad, llevando a que la tendencia hacia la reducción de la deuda externa valorada en pesos presentada durante los primeros seis meses de 2002 se revierta durante el segundo semestre del mismo año.

DEUDORES DEL SECTOR FINANCIERO

En este capítulo se estudia la evolución de algunas de las variables financieras de los principales sectores oferentes o demandantes de recursos del sistema financiero. Para cumplir este propósito es importante tener una idea global de la participación de estos sectores dentro del total de la cartera del sistema financiero.

En el Cuadro 3 se muestra la cartera del sector corporativo (discriminado entre público y privado) y la cartera de los hogares para junio de 2002. Dado que no es posible saber de forma directa qué proporción de la cartera de las entidades financieras se otorga directamente a hogares y qué parte al sector corporativo, se presentan dos formas de aproximación (criterios 1 y 2). En el criterio 1, se considera como cartera de hogares el total de la cartera de las personas naturales, más la cartera de las personas jurídicas superior a 100 salarios mínimos mensuales. El remanente se considera como cartera corporativa. Por su parte, en el criterio 2, la cartera de los

hogares corresponde a la suma de cartera hipotecaria y de consumo, mientras que el crédito corporativo corresponde a la suma de cartera comercial y de microcrédito.

Como se observa en el Cuadro 3, existen diferencias considerables en la composición del crédito por sector de destino. Por esa razón, en las diferentes secciones del presente reporte se hará mención explícita sobre el criterio particular utilizado.

A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

1. Crédito del sector corporativo con el sistema financiero

Como aproximación del crédito otorgado por el sistema financiero al sector corporativo se tomó la cartera comercial de las instituciones financieras más los títulos privados en poder del sector financiero. La primera es la suma de todas las operaciones activas de crédito registradas en el balance de las entidades financieras, incluida la venta de activos a plazo, distintos de aquellos que deban clasificarse como créditos de consumo, como créditos hipotecarios para vivienda o microcréditos. Igualmente, se clasifican como comerciales los contratos de arrendamiento financiero que por su cuantía no se clasifiquen como de consumo. Si bien no existe una definición exacta de los agentes a quienes se otorga esta cartera, ésta agrupa una parte del sector corporativo, tanto público como privado, y algo de administraciones públicas. La suma de cartera comercial privada y títulos privados en los balances de las entidades financieras, representa una aproximación del crédito otorgado al sector corpora-

CUADRO 3
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO,
POR TIPO DE DEUDORES

Tipo	Criterio 1		Criterio 2	
	Billones de pesos	Porcentaje	Billones de pesos	Porcentaje
Hogares	27,6	56,0	18,7	38,0
Corporativo				
Privado	16,5	34,0	25,4	52,0
Público	4,9	10,0	4,9	10,0
Total	49,0	100,0	49,0	100,0

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

tivo privado. La información que se expone a continuación, cuya fuente es la Superbancaria, corresponde a la cartera comercial de capital otorgada por el sistema financiero, sin incluir las operaciones activas de crédito reportadas por las instituciones oficiales especiales (IOE)³ más dichos títulos.

El Gráfico 1 muestra la evolución reciente de la relación crédito al sector corporativo privado por parte del sistema financiero / activo del sistema financiero. Como se observa, después de presentar una tendencia decreciente entre junio de 1998 y diciembre de 2001, la relación vuelve a aumentar durante los primeros seis meses del año 2002, al pasar de 28,5% en diciembre de 2001 a 29,6% en junio del presente año. Este cambio en la tendencia se debió al aumento del crédito del sistema financiero al sector privado, que luego de bajar 9,3% anual promedio real entre 1998 y diciembre de 2001, creció 0,5% real durante el primer semestre de 2002 (Gráfico 2). Mientras tanto, el activo del sistema financiero decreció 3,4% real durante este lapso⁴.

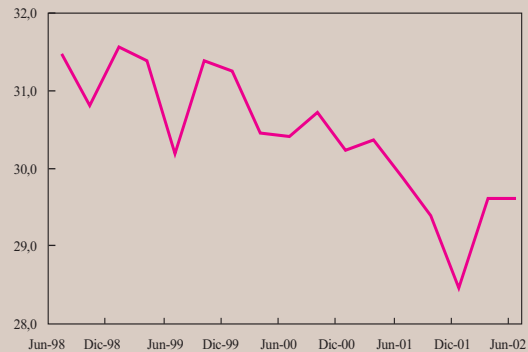
El ligero crecimiento del crédito otorgado por el sistema financiero al sector corporativo privado se debió principalmente a un aumento de la cartera comercial privada, y el aumento de ésta se debió en buena medida al aumento de cartera de los deudores privados, de tamaño pequeño⁵. Como se verá más adelante, entre enero y junio de 2002 se presentó una reducción en la concentración de la cartera comercial privada, que se evidencia en el hecho de que ésta creció más que la cartera comercial privada de los 5.000 principales deudores, lo que implicó una reducción de la participación de los mayores deudores privados en la cartera comercial del sector privado.

³ Dentro de las IOE están: Banco de Comercio Exterior, Finagro, FEN, Findeter, Fogafin y Fonade.

⁴ Esta tasa de decrecimiento del activo se debió al valor particularmente alto que éste presentó en diciembre de 2001. Entre junio del año pasado y junio del presente año, el activo bajó a una tasa real menor, de 0,4%.

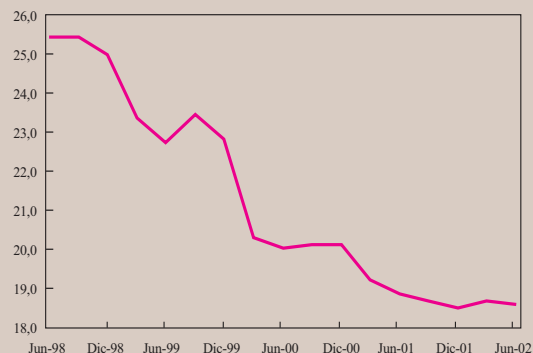
⁵ La cartera comercial de los pequeños deudores privados se define aquí como aquella porción de la cartera comercial privada que no pertenece a los principales 5.000 deudores.

GRÁFICO 1
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO
AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO / ACTIVO
SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica.

GRÁFICO 2
CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO
AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO
(BILLONES DE PESOS DE 1998)



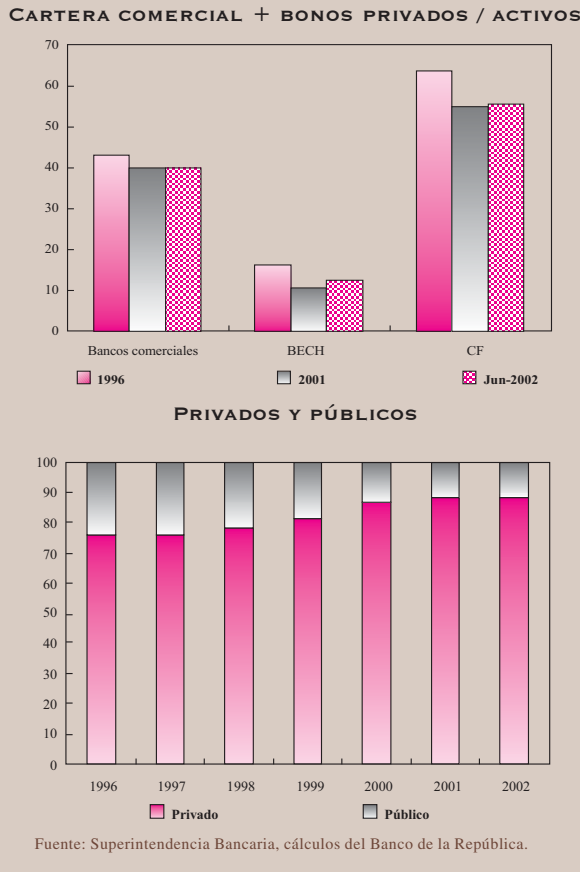
Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica.

a. Concentración por tipo de acreedor⁶

Las entidades más expuestas ante la deuda del sector corporativo son las corporaciones financieras (CF), en la medida en que son las entidades que destinan mayor porcentaje de su activo a crédito al sector corporativo privado. Como se observa en el Gráfico 3, dicho porcentaje se redujo entre 1996 y 2001 (de 64% a 55%), pero luego aumentó ligeramente hasta junio

⁶ Para realizar este análisis con la información existente no se puede desagregar la cartera comercial privada entre privada y pública. Sin embargo, dado que la cartera comercial privada es la mayor parte de la cartera comercial, se utilizará la suma de esta última y los títulos privados en los balances del sistema financiero, como indicador de exposición por tipo de acreedor.

GRÁFICO 3
PARTICIPACIÓN DE LA DEUDA PRIVADA DEL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO, POR TIPO DE ACREEDOR (PORCENTAJE)

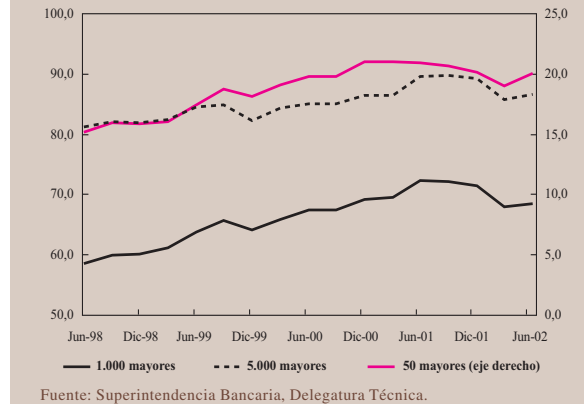


de 2002, registrando 56%. Con el nivel de exposición de los bancos comerciales pasó algo similar: se redujo entre 1996 y 2001, pasando de 43% a 40%, pero luego se mantuvo estable hasta junio de 2002. La exposición de los BECH, si bien es considerablemente inferior a la de las CF y los bancos comerciales, siguió un patrón similar: bajó entre 1996 y 2001, pasando de 16% a 11%, pero luego aumentó a 13% en junio de 2002.

Si bien los bancos están menos expuestos en términos relativos al sector corporativo privado que las CF, resulta importante anotar que el monto de cartera comercial más títulos privados en los balances de los bancos es bastante superior al de las CF. Mientras que para los primeros dicho monto es de \$21,1 billones (b), para las segundas es de apenas \$4,6 b.

Así mismo, la mayor proporción del crédito al sector corporativo privado es suplido por las entidades fi-

GRÁFICO 4
CONCENTRACIÓN DE LA CARTERA PRIVADA, POR NÚMERO DE DEUDORES (PORCENTAJE)



nancieras privadas. Resalta el hecho que la participación de éstas ha aumentado de forma importante, pasando de 76% en 1996 a 88% en 2001 y junio de 2002.

b. Concentración por número y calidad de cartera de los principales deudores⁷

La cartera comercial privada pasó de \$23,3 b en diciembre de 2001 a \$24,4 b en junio de 2002. De ese aumento nominal de \$1,1 b, los principales 5.000 deudores aportaron \$0,4 b, mientras que los pequeños deudores privados aportaron \$0,7 b. Esto llevó a una reducción en la concentración de la cartera comercial privada, como se observa en el Gráfico 4. Los 5.000 mayores deudores, que en diciembre de 2001 concentraban 89,3% de la cartera comercial privada, en junio de 2002 concentraban 86,7% de la misma. De igual forma, los 1.000 mayores pasaron de tener 71,6% de la cartera comercial privada a 68,7% de la misma en el mismo período. Los principales 50 también perdieron participación, aunque de forma menos marcada que los 1.000 y 5.000 mayores. Pasaron de 20,1% en diciembre de 2001 a 20,0% en junio de 2002. Es decir, la cartera comercial privada se ha desconcentrado, pero la desconcentración ha sido menos marcada a nivel de los deudores más grandes del sector privado.

⁷ Tanto en este literal como en el siguiente, se estudia el comportamiento de la cartera comercial privada de los 5.000 mayores deudores privados.

La calidad de la cartera de los mayores deudores, que se empeoró de forma continua entre junio de 1998 y finales del año 2000, ha venido mejorando desde entonces. La cartera de tipo A ha venido aumentando, mientras que la de tipo E ha seguido disminuyendo. La cartera de tipo A de los 50 mayores deudores pasó de 66,1% en diciembre del año pasado a 71,2% en junio del presente año, la de los 1.000 mayores pasó de 70,9% a 73,6% en el mismo período, y la de los mayores 5.000 lo hizo de 71,4% a 74,1% (Gráfico 5).

La tendencia sigue siendo la misma que se resaltó en la edición pasada del reporte: los mayores 1.000 y 5.000 deudores tienen más proporción de cartera tipo A que los 50 mayores. Por el contrario, los deudores más grandes del sector privado tienen menor proporción de cartera de tipo E, como se observa en el Gráfico 6. Mientras que la cartera de tipo E de los 50 mayores se situó en 0,2% en junio de 2002, la de tipo E de los 1.000 mayores fue 1,5% y la de los mayores 5.000 en 2,8%. Estos niveles son bastante inferiores a los que se presentaron entre mediados de 1999 y finales de 2000, pero aún no alcanzan a ser tan buenos como los que se registraron en junio de 1998 (Gráfico 7).

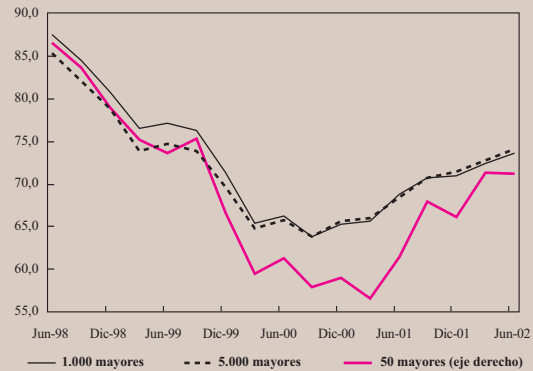
c. Concentración por sector económico⁸

El sector de industrias manufactureras continúa siendo el que concentra la mayor proporción de cartera comercial privada. En junio de 2002 tenía 39,4% del total de ésta, porcentaje ligeramente inferior al que registraba en diciembre del año pasado (40,1%). Otros sectores que participan de forma importante dentro de la cartera comercial privada son comercio (16,3%), intermediación financiera (10,8%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (7,0%) y construcción (5,9%) (Gráfico 8).

El Gráfico 9 muestra que durante los últimos cuatro años la participación dentro de la cartera comercial privada por parte de los principales sectores se ha mantenido relativamente estable. Destaca el comportamiento de

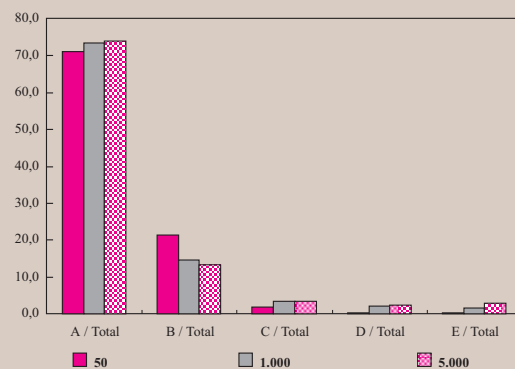
⁸ Con respecto a esta sección, es importante anotar que dadas ciertas restricciones de información sólo se tiene en cuenta los 5.000 mayores deudores privados.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA TIPO A; POR
CONCENTRACIÓN DE DEUDORES
(PORCENTAJE)



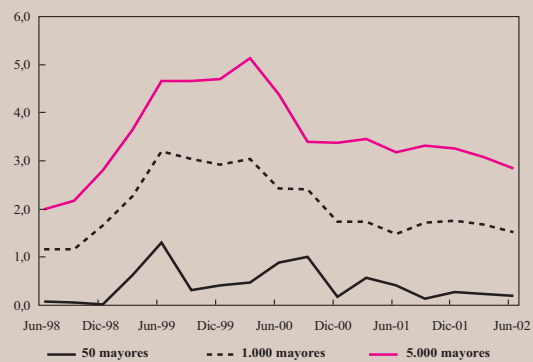
Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica.

GRÁFICO 6
CALIDAD DE CARTERA COMERCIAL PRIVADA, POR
CONCENTRACIÓN DE DEUDORES, JUNIO DE 2002
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica.

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA TIPO E,
POR CONCENTRACIÓN DE DEUDORES
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, Delegatura Técnica.

GRÁFICO 8
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL PRIVADA,
POR SECTOR ECONÓMICO, 5.000 MAYORES DEUDORES,
JUNIO DE 2002

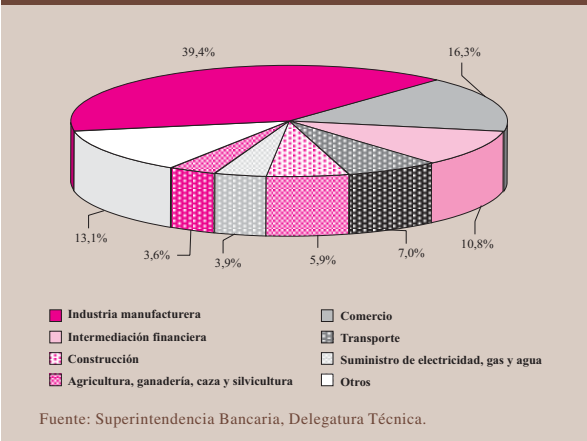
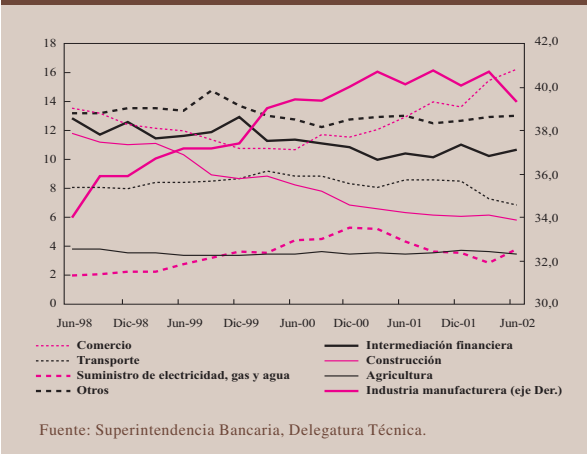


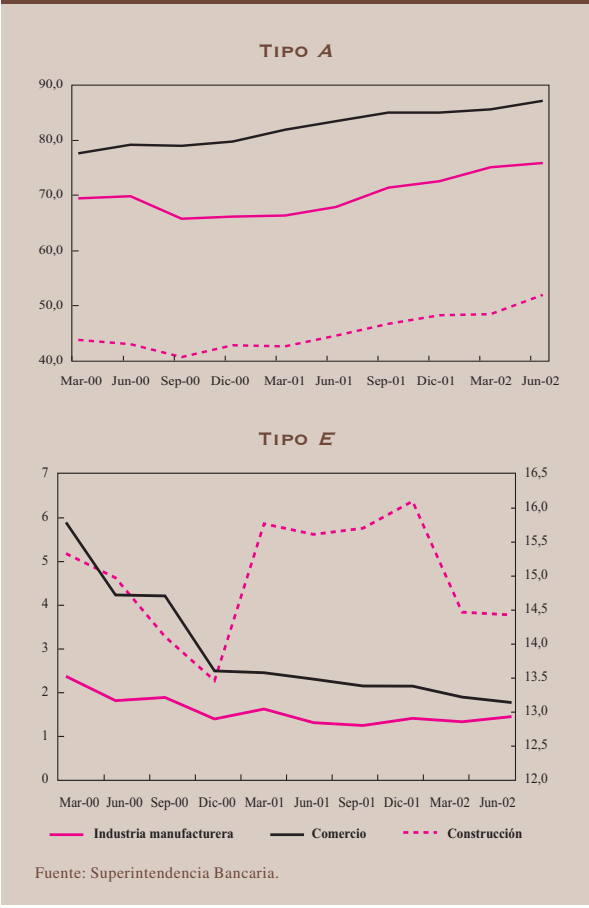
GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL PRIVADA,
POR SECTOR ECONÓMICO, 5.000 MAYORES DEUDORES
(PORCENTAJE)



las industrias manufactureras, que entre junio de 1998 y diciembre de 2001 ganaron participación, pasando de 34,1% a 40,1%, para luego perder participación, como ya se mencionó. Por su parte, el sector comercio ganó participación durante el período, pasando de 13,7% en 1998 a 16,3% en junio de 2002. El sector de la construcción, que perdió participación entre junio de 1998 y diciembre de 2001, al pasar de 11,9% a 6,1%, continuó perdiendo participación durante el presente año, pero muy levemente, llegando a 5,9% en junio.

En lo referente a calidad de la cartera, ésta ha continuado mejorando para todos los sectores, siguiendo con la tendencia que se había señalado en el reporte ante-

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA TIPOS A Y E,
POR SECTOR ECONÓMICO, 5.000 MAYORES DEUDORES
(PORCENTAJE)



rior (Gráfico 10). Es de destacar que el sector de la construcción, que es el que viene presentando peores índices de calidad, se ha venido recuperando constantemente durante los últimos meses. Por un lado, la participación de la cartera de tipo A del sector ha venido creciendo desde septiembre de 2000, punto en el cual registró 40,8%, llegando en junio de 2002 a 52,0%. Por el otro lado, la cartera de tipo E del sector, que en diciembre pasado registró 16,1%, en junio de este año se redujo, registrando 14,4%. Es decir, el riesgo particular que representa la cartera del sector de la construcción se ha venido estrechando durante los últimos seis meses. Esto puede deberse en buena medida al desempeño que recientemente ha tenido el sector, el cual es uno de los que más ha crecido durante el presente año.

Por su parte, la cartera de tipo A del sector de industria manufacturera pasó de 72,5% en diciembre de

2001 a 75,8% en junio de 2002, mientras que la de tipo *E* del sector se mantuvo en 1,5%. Es decir, que la calidad de cartera del sector económico más endeudado con el sistema financiero sigue mejorando. Esto mismo ocurre con el sector comercio, cuya cartera de tipo *A* representó 87,1% de su cartera en junio de 2002, mientras que su cartera de tipo *E* registró 1,8% en el mismo mes.

De lo anterior se concluye que la exposición del sistema financiero ante el sector corporativo privado aumentó a comienzos de año, aunque de forma ligera, luego de una reducción continua entre 1998 y 2001. El riesgo que representan los principales sectores económicos para el sistema financiero ha seguido reduciéndose, en la medida en que ha venido mejorando la calidad de cartera de estos. Cabe destacar que aunque la construcción sigue siendo el sector con peores índices, la calidad de su cartera viene mejorando de forma continua. Probablemente, si el sector sigue comportándose de forma dinámica, la calidad de su cartera seguirá mejorando, lo que reduciría el riesgo para el sistema financiero doméstico.

2. Resultados de las empresas

El deterioro en los estados financieros de las empresas incrementa la probabilidad de no pago que afronta el sistema financiero. Altos niveles de rentabilidad y bajos niveles de endeudamiento alejarán a una empresa de no pagar oportunamente sus deudas. 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 liquidez.

La información utilizada tiene como fuentes los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia de Valores. Los estados financieros provenientes de las Supersociedades contienen una amplia muestra de sociedades mercantiles (9.470 empresas en promedio en-

tre 1995 y 2000), se presentan con periodicidad anual y abarcaron el período de 1995 a 2001⁹. Los estados financieros provenientes de la Supervalores tienen periodicidad trimestral y toman en cuenta un reducido número de empresas en su mayoría de tamaño alto (145 en promedio entre marzo de 1998 y septiembre de 2001).

La amplia muestra de Supersociedades se complementó con la información presentada en diciembre por las empresas de Supervalores. De esta forma, se examinó la totalidad de empresas que reportaron sus estados financieros a ambas superintendencias entre 1995 y 2001. Esta muestra se clasificó por sector entre las productoras de bienes no transables y transables¹⁰. En diciembre de 2001 reportaron 6.112 empresas de las cuales aproximadamente el 60% se clasificó como no transables y el resto como transables.

a. Indicadores de rentabilidad

Para cuantificar la rentabilidad de las empresas se calcularon los indicadores retorno del patrimonio y margen operativo de ganancia. El retorno del patrimonio se definió como la relación entre utilidad antes de impuestos¹¹ y patrimonio, y muestra la rentabilidad del negocio de la firma. El margen operativo de ganancia se construyó como la relación entre utilidad operacional e ingresos operacionales, y trata de medir qué proporción de los ingresos por ventas se conservan una vez se deducen costos de venta y operacionales (sin incluir gastos no operacionales ni impuestos).

⁹ A pesar de no ser una muestra homogénea entre 1995 y 2000, la información provino de sociedades vigiladas, controladas y un gran número de inspeccionadas. En el año 2001 la Supersociedades se limitó a solicitar información a las sociedades vigiladas y controladas (además de las sociedades en concordato o acuerdo de reestructuración-Ley 550 de 1999), lo que introdujo una reducción significativa de la muestra (4.155 empresas menos que en el año 2000). Esta muestra contiene un número reducido de empresas públicas entre las que se destacan Carbones de Colombia y el Metro de Medellín; en el año 2001 se incluyen 30 empresas públicas cuya participación en ventas y activo en la muestra total es muy pequeña (menos del 0,002%).

¹⁰ Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza y silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras e industrias manufactureras.

¹¹ 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.

La rentabilidad patrimonial ha ascendido continuamente desde 1999 hasta alcanzar 2,5% en diciembre de 2001. Sectorialmente esta recuperación se observó tanto en la gran rentabilidad alcanzada por las empresas productoras de bienes transables (pasando de 0% en 1998 a 8% en 2001), como por el mejoramiento en la rentabilidad patrimonial de las empresas en los sectores no transables, que, aunque con una rentabilidad patrimonial de -3% para diciembre de 2001, muestran una tendencia sostenida hacia rentabilidades patrimoniales positivas (Gráfico 11).

Esta diferencia sectorial que se observa en los indicadores de rentabilidad está estrechamente relacionada con el ajuste macroeconómico que ha tenido lugar en la economía en los últimos años (Gráfico 12). Más específicamente, la reducción de la absorción

ha afectado considerablemente el ritmo de crecimiento de las ventas de las empresas productoras de bienes no transables, (el crecimiento anual promedio de las ventas pasó de 21% entre 1995 y 1998 a 7% entre 1999 y 2001).

De otra parte, la corrección del tipo de cambio y la reducción en el déficit de cuenta corriente que ha tenido lugar en el mismo período ha favorecido ampliamente el crecimiento de las ventas (externas) de la mayoría de las empresas productoras de bienes transables (Gráfico 13).

Este indicador puede descomponerse en tres razones financieras a partir de las cuales se puede observar el origen de la mayor rentabilidad empresarial desde 1999. Estos son el margen de ganancia, la

GRÁFICO 11
COMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD PATRIMONIAL DE LAS EMPRESAS
(PORCENTAJE)

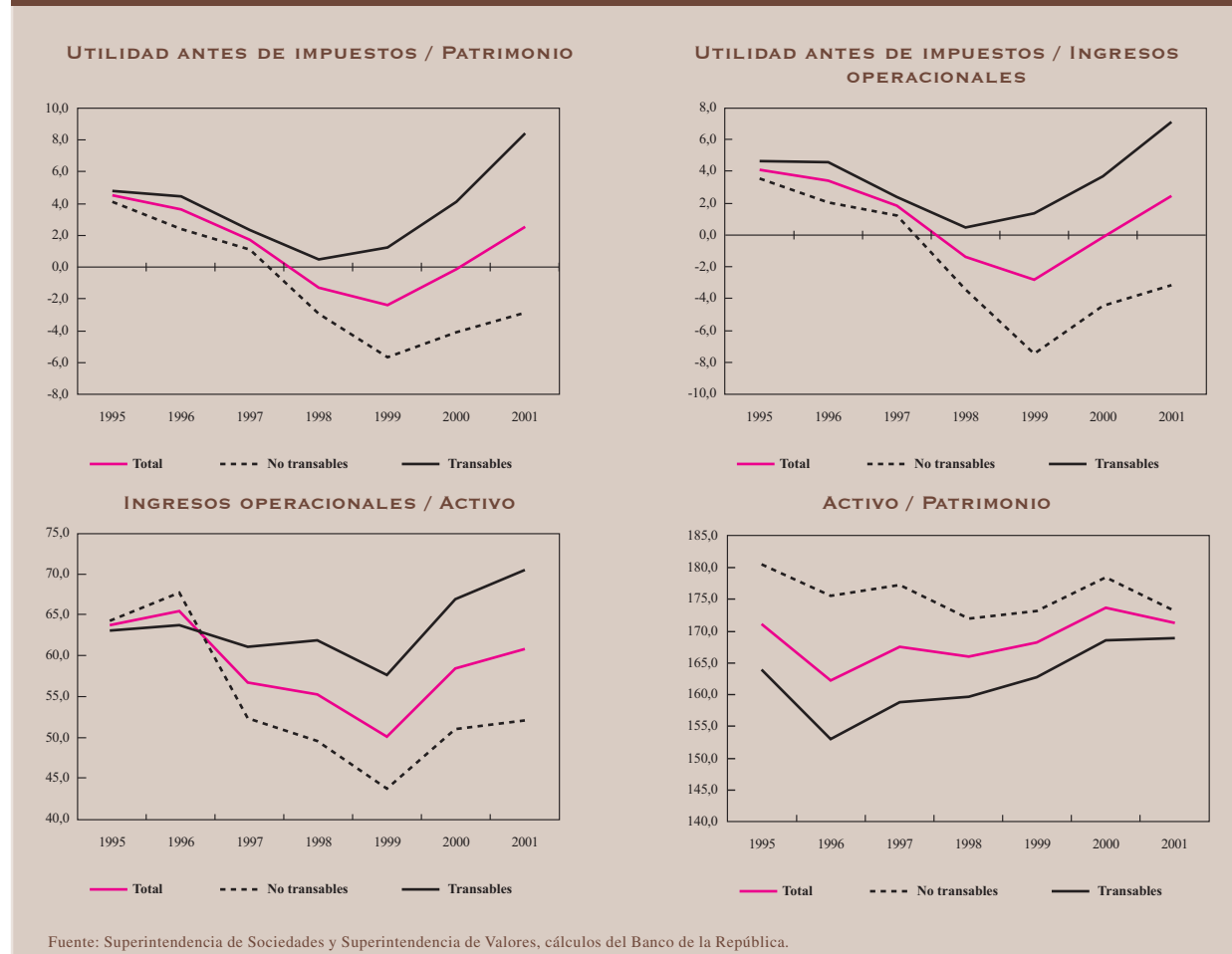
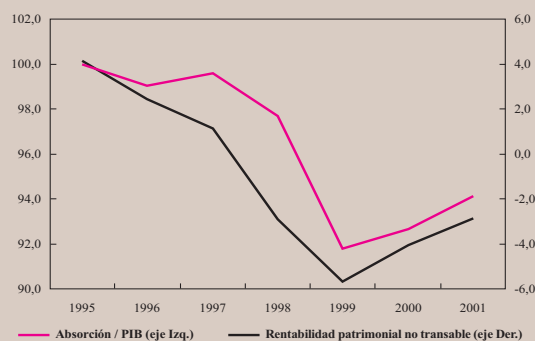
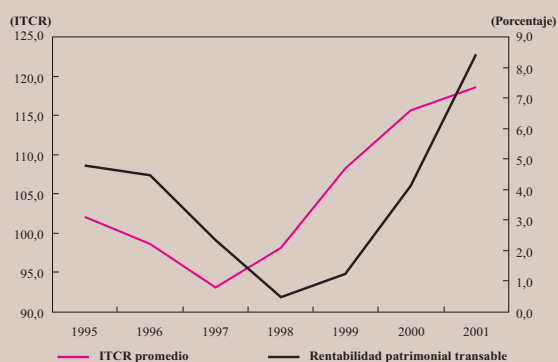


GRÁFICO 12
RENTABILIDAD PATRIMONIAL DE NO TRANSABLES
Y RELACIÓN DE ABSORCIÓN / PIB
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 13
ITCR PROMEDIO Y RENTABILIDAD PATRIMONIAL DE
TRANSABLES, 1995-2001



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

generación de ingresos por activo y relación de apalancamiento, de la siguiente forma:

$$\frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Patrimonio}} = \frac{\text{Utilidad antes de impuestos}}{\text{Ingresos operacionales}} \times \frac{\text{Ingresos operacionales}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio}}$$

Tal como lo muestra el Gráfico 11, los tres componentes han contribuido a aumentar la rentabilidad de las empresas desde 1999. El apalancamiento para el total de las firmas ha venido creciendo a una tasa moderada (6% entre 1996 y 2001), presentando un leve descenso en el último año¹². Entre 1996 y 2000

el apalancamiento aumentó principalmente a causa de lo ocurrido con las empresas productoras de bienes transables. En el año 2001 la caída en apalancamiento estuvo jalonada por las empresas productoras de bienes no transables como resultado de una reducción real del activo de 7%, del pasivo de 11% y en patrimonio de 4%¹³.

A diferencia de la relación de apalancamiento, la generación de ingreso por activo refleja de forma clara la mayor rentabilidad del activo presentada desde 1999 en ambos sectores. A pesar de esta tendencia general, subsisten diferencias intersectoriales importantes, las cuales se han ampliado desde 1999. Mientras en 1999 por cada \$100 invertidos en activos las no transables solo lograron conseguir ingresos operacionales por \$42 y las transables por \$58, en 2001 obtuvieron \$52 y \$71, respectivamente.

Por último, el margen de ganancia describe una trayectoria muy parecida a la recorrida por el retorno del patrimonio. Al analizar los cambios en rentabilidad en el año 2001 a partir de los estados de pérdidas y ganancias (Cuadro 4) se observó una importante reducción en egresos no operacionales de \$5,6 b, consecuente con la menor participación de este rubro en los ingresos operacionales (de 18% a 13% entre 2000 y 2001)¹⁴. Este fue el principal factor que las empresas modificaron para recuperar su utilidad final, y al mismo tiempo, ha sido uno de los factores determinantes en la diferencia en rentabilidad antes de impuestos entre sectores, si tenemos en cuenta que los gastos no operacionales de las productoras de bienes no transables han sido en los últimos años bastante superiores a las de las transables.

¹² Este indicador está relacionado con el cociente de endeudamiento analizado posteriormente si se tiene en cuenta que:

$$\text{Relación de apalancamiento} = \frac{\text{Activo}}{\text{Patrimonio}} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio}} + 1$$

¹³ Esta contracción real tanto en activo, como en pasivo y en patrimonio se viene presentando desde el año 2000 en ambos sectores.

¹⁴ Esta caída en egresos no operacionales se debió fundamentalmente a la reducción en egresos financieros referenciada más adelante en el indicador de carga de intereses. En 2001 los egresos financieros representaron el 71% de los egresos no operacionales.

CUADRO 4
COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
(PORCENTAJE)

	Total				No transable				Transable			
	Billones de pesos		% en ingresos operacionales		Billones de pesos		% en ingresos operacionales		Billones de pesos		% en ingresos operacionales	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
A. Utilidad bruta (1 - 2)	37,0	36,5	30,5	28,4	16,9	16,1	30,2	28,1	20,1	20,1	30,7	28,7
1. Ingresos operacionales	121,6	128,6	100,0	100,0	56,0	57,4	100,0	100,0	65,3	70,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	84,6	92,0	69,5	71,6	39,1	41,3	69,8	71,9	45,2	49,9	69,3	71,3
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	6,9	6,3	5,7	4,9	1,0	0,3	1,7	0,4	6,0	6,0	9,2	8,6
3. Gastos administración	15,9	14,7	13,1	11,5	9,4	8,6	16,8	14,9	6,5	6,0	9,9	8,6
4. Gastos ventas	14,2	15,5	11,7	12,0	6,6	7,3	11,7	12,7	7,6	8,1	11,6	11,5
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	(0,1)	3,1	(0,1)	2,4	(2,5)	(1,8)	(4,5)	(3,2)	2,4	5,0	3,7	7,1
5. Ingresos no operacionales	11,2	9,6	9,2	7,5	5,5	5,1	9,9	8,9	5,7	4,4	8,7	6,4
6. Egresos no operacionales	18,3	12,8	15,1	9,9	9,0	7,2	16,1	12,5	9,3	5,5	14,2	7,9
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(1,7)	1,2	(1,4)	1,0	(2,4)	(1,9)	(4,3)	(3,4)	0,7	3,2	1,1	4,6

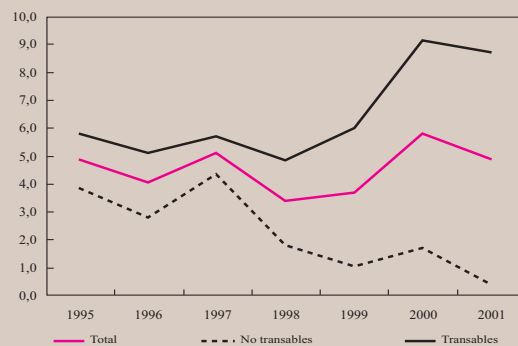
Fuente: Superintendencia de Sociedades y Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

Aunque también hubo un esfuerzo importante por reducir los gastos administrativos en ambos sectores, la utilidad operacional se vio afectada por un incremento en el costo de ventas como se reflejó en el margen operativo de ganancia¹⁵.

Al igual que la rentabilidad patrimonial, el margen operativo de ganancia en 2001 mostró un nivel parecido al registrado en 1997 de 5%, y una clara superioridad en rentabilidad de las empresas transables en relación con las no transables que se viene ampliando desde 1997 (Gráfico 14). A diferencia del retorno del patrimonio y del margen de ganancias analizados anteriormente, el margen operativo muestra una reducción en la rentabilidad operacional en el último año, debido principalmente al incremento en el costo de ventas, lo que redujo de 30% a 28% el margen bruto (utilidad bruta / ingresos operacionales). Este mayor nivel y participación del costo de ventas en los ingresos operacionales se presentó en ambos sectores, donde aproximadamente el 70% de los ingresos operacionales se destina a cubrir este rubro.

¹⁵ Definido como la razón entre utilidad operacional e ingreso operacional.

GRÁFICO 14
UTILIDAD OPERACIONAL / INGRESOS OPERACIONALES
(PORCENTAJE)



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

La diferencia en rentabilidad operacional entre transables y no transables surge principalmente de los altos gastos administrativos. De los \$57,4 b en ventas que reportaron en 2001, las empresas no transables solo lograron obtener un porcentaje casi nulo de 0,4% después de cubrir los gastos de la operación, mientras que de los \$70 b vendidos por las transables se obtuvieron \$6 b (el 9%). Al incluir en el cálculo an-

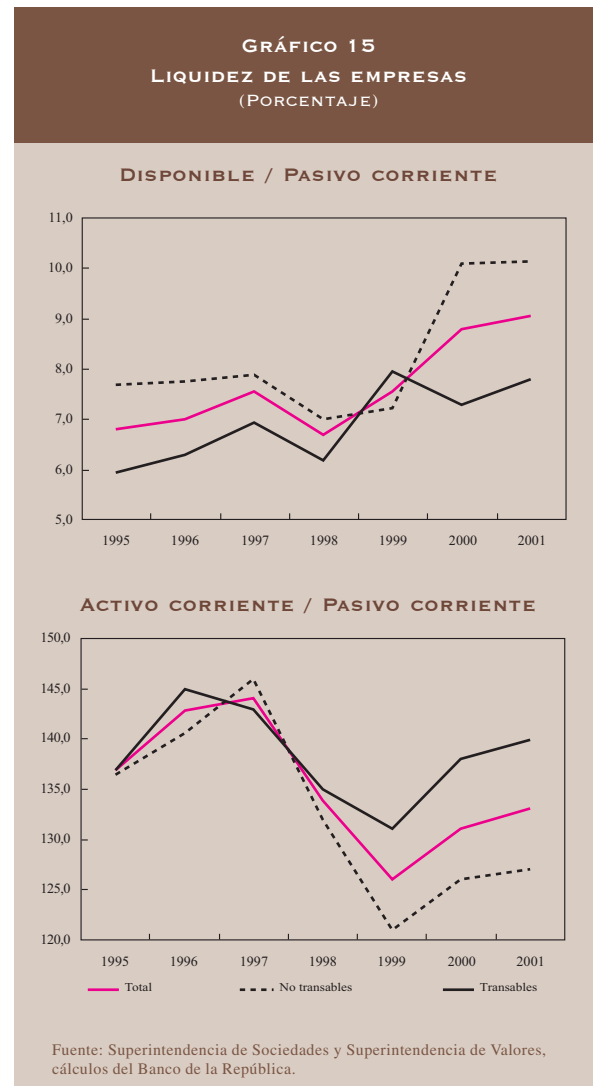
terior las actividades no operacionales de las empresas no transables, la utilidad operacional casi nula se convierte en pérdidas antes de impuestos.

b. 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. Este amortiguador, reflejo de la liquidez de las empresas se midió a partir de la relación de efectivo (disponible / pasivo corriente) 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 incluye cambios en eficiencia derivados del manejo de inventario, inversiones temporales y deudores de corto plazo.

Tanto la relación de efectivo como la relación corriente muestran incrementos en el grado de liquidez de las empresas (Gráfico 15). En el caso de la relación de efectivo, en el año 2001 se obtuvo el nivel de liquidez inmediata más alto desde 1995. Consecuentemente con la mayor presión financiera y menor rentabilidad observada desde 1999, la mayor disponibilidad de esta liquidez inmediata se concentró en las firmas productoras de bienes no transables (especialmente entre 1999 y 2000), mientras que las transables han conservado un nivel constante de 8%.

Con respecto a la relación corriente, desde 1999 los activos de corto plazo se han incrementado con relación a los pasivos de corto plazo para el total de empresas. Sin embargo, a diferencia del indicador de liquidez más inmediata, la relación corriente ha sido mayor desde 1999 para las empresas transables. Esta diferencia, cada vez más amplia, se explica por la menor importancia relativa que ha cobrado el activo corriente como componente del activo en los no transables (entre 1995 y 2001 la participación del activo corriente en el total disminuyó un 10%). Tal como se aprecia en el Cuadro 5, la recomposición del activo corriente para las empresas no transables ha estado determinada por la menor participación de los inventarios y los deudores en el activo total.



c. Indicadores de endeudamiento

Como medida del grado de endeudamiento se utilizó el cociente de endeudamiento a partir de la relación obligaciones financieras sobre patrimonio (cociente de endeudamiento). Este indicador no captura el efecto de los flujos de caja necesarios para cumplir con el pago de intereses y que puede dar origen a presiones financieras por el mayor riesgo percibido de no pago de la deuda. Para capturar estos efectos se calculó la carga de intereses como la relación entre egresos financieros, y la suma de ingresos operacionales y financieros. Resulta importante analizar ambos indicadores al tiempo para determinar si las presiones financieras que afronta una empresa tienen su origen en altas tasas de interés o baja rentabilidad temporal, o por un alto acervo de deuda (caso

CUADRO 5
COMPOSICIÓN DEL ACTIVO CORRIENTE
(PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN EL ACTIVO TOTAL)

	Total					No transable					Transable				
	1995	1997	1999	2000	2001	1995	1997	1999	2000	2001	1995	1997	1999	2000	2001
Activo corriente	34,4	32,6	29,4	31,3	30,0	37,2	35,2	28,3	28,7	26,8	32,0	30,0	30,6	34,1	33,3
Disponibles	1,7	1,7	1,8	2,1	2,0	2,1	1,9	1,7	2,3	2,1	1,4	1,5	1,9	1,8	1,9
Inversiones	3,4	4,1	3,5	3,5	3,6	4,7	5,5	4,5	4,2	4,1	2,4	2,7	2,2	2,8	3,1
Deudores	17,2	15,9	15,1	16,4	15,4	17,4	16,4	13,6	14,3	13,3	16,9	15,4	16,8	18,8	17,5
Inventarios	11,6	9,7	8,2	8,4	8,3	12,5	9,6	7,4	7,1	6,6	10,9	9,8	9,0	9,9	10,2
Diferidos	0,5	1,2	0,9	0,8	0,7	0,5	1,7	1,1	0,9	0,6	0,5	0,7	0,7	0,8	0,7

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

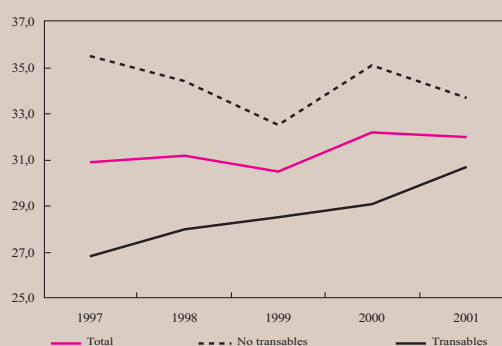
en el cual será más difícil acceder al sistema financiero para refinanciar el monto que se debe).

El endeudamiento de las empresas¹⁶ ha aumentado su nivel desde 1997, alcanzando en 2001 un nivel de 32% (Gráfico 16). Desde 1997 las empresas productoras de bienes no transables han presentado mayores niveles de endeudamiento que las transables, sin embargo, esta diferencia ha tendido a reducirse tanto por el aumento acelerado del endeudamiento en los sectores transables como por la leve disminución en los no transables. En diciembre de 2001 las transables alcanzaron un nivel de endeudamiento de 31%, mientras que las no transables reportaron un nivel similar al de 1998 de 34%.

Al examinar los componentes de este cociente se observó el bajo dinamismo tanto en obligaciones financieras como en patrimonio que las empresas han tenido desde 1999. Es así como entre 1999 y 2001 tanto el endeudamiento como el patrimonio decrecieron en términos reales (-5% y -4%, respectivamente), como consecuencia del ajuste que han realizado las empresas ante la crisis. Por sectores, la caída del indicador en el año 2001 estuvo ligada a la reducción real tanto en el nivel de endeudamiento (9% en las no

¹⁶ Medido como la relación de obligaciones financieras a patrimonio.

GRÁFICO 16
OBLIGACIONES FINANCIERAS / PATRIMONIO
(PORCENTAJE)



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

transables y 2% en las transables) como en patrimonio (4% y 6%, respectivamente).

Entre 1995 y 2001 la participación de las obligaciones financieras en el pasivo aumentó levemente, conservando valores cercanos a 45% (Cuadro 6). Otras fuentes de financiación menos relevantes como proveedores y cuentas por pagar tampoco variaron significativamente.

A pesar de no cambiar la proporción en sus fuentes de financiamiento, sí se observó una recomposición por plazos del pasivo hacia los de largo plazo. Esta tendencia estuvo ligada a la sustitución de obligacio-

CUADRO 6
COMPOSICIÓN DEL PASIVO
(PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN EL PASIVO TOTAL)

	Total					No transable					Transable				
	1995	1997	1999	2000	2001	1995	1997	1999	2000	2001	1995	1997	1999	2000	2001
Por rubros															
Obligaciones financieras	43,1	45,7	44,7	43,8	45,0	44,0	46,1	44,1	44,9	45,7	42,3	45,3	45,5	42,7	44,3
Proveedores	14,5	12,6	13,5	15,3	14,9	14,5	12,1	12,0	13,7	13,4	14,3	13,2	15,5	17,1	16,4
Cuentas por pagar	18,7	16,6	19,4	18,2	16,5	18,2	16,4	20,8	18,9	16,1	19,2	16,9	17,6	17,3	16,6
Resto del pasivo	23,7	25,1	22,4	22,6	23,6	23,3	25,4	23,0	22,5	24,7	24,2	24,6	21,5	22,8	22,6
Por plazos															
Pasivo corriente	60,6	56,0	57,6	56,0	54,0	61,1	55,5	55,2	52,0	49,8	59,9	56,5	60,7	60,8	58,4
Pasivo no corriente	39,4	44,0	42,4	44,0	46,0	38,9	44,5	44,8	48,0	50,2	40,1	43,5	39,3	39,2	41,6

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

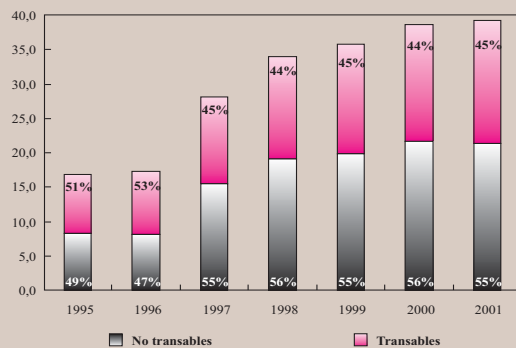
nes financieras de corto plazo por las de largo plazo, especialmente por parte de empresas productoras de bienes no transables. Las no transables muestran una reasignación más fuerte del pasivo entre 1995 y 2001 al aumentar la participación del pasivo de largo plazo en 11%, versus 2% en transables. Actualmente la mitad de los pasivos de las empresas productoras de bienes no transables son de largo plazo, mientras que para los transables esta proporción es de 42%, lo que ha reducido el riesgo de *roll-over* de la deuda de las empresas.

El nivel de las obligaciones financieras entre 1995 y 2001 para la muestra utilizada ha pasado de \$17 b a \$40 b (Gráfico 17). En 2001 cerca del 55% de las obligaciones financieras pertenecían a empresas productoras de bienes no transables, lo que representó un saldo de \$21 b. Por rama de actividad¹⁷, las obligaciones financieras totales se concentran en industria, y transporte, almacenamiento y comunicaciones (36% y 27% en 2001, respectivamente). Mientras la primera ha reducido su participación desde 1995, la

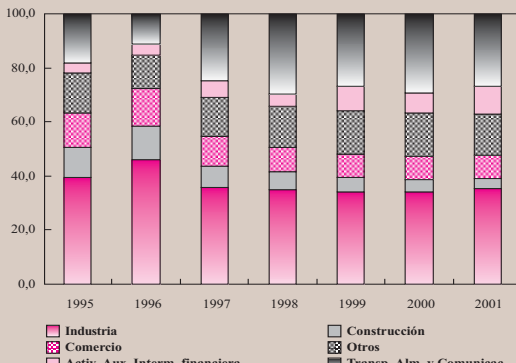
¹⁷ En la categoría de otras ramas de actividad se encuentran la agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, minería, suministro de agua, electricidad y gas, hoteles y restaurantes, actividades inmobiliarias y de alquiler, enseñanza, salud y otras actividades.

GRÁFICO 17
COMPOSICIÓN DE OBLIGACIONES FINANCIERAS

POR RAMA DE ACTIVIDAD
(BILLONES DE PESOS)



POR SECTOR
(PORCENTAJE)



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

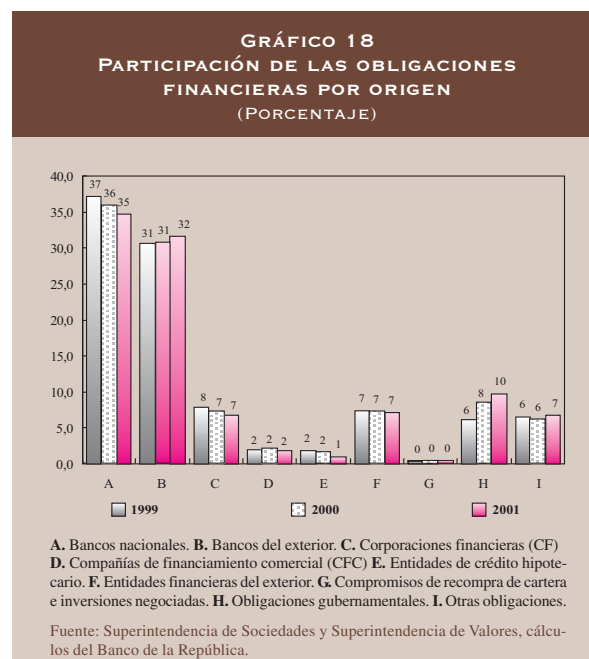
segunda se destaca por el rápido incremento en deuda desde 1997 debido principalmente a lo ocurrido en comunicaciones¹⁸. Sin embargo, la concentración del endeudamiento en estas dos ramas no es preocupante a la luz de sus ventas durante 2001, si tenemos en cuenta que el crecimiento real de las ventas del total de empresas fue de -2%, el de industria -1%, y el de transporte, almacenamiento y comunicaciones de 5% (crecimiento bastante alto en una rama que se recupera de los deficientes ingresos e indicadores reportados entre 1999 y 2000).

Los mayores prestamistas del sector corporativo para 2001 fueron los bancos comerciales y del exterior (35% y 32% de las obligaciones financieras, respectivamente)¹⁹ (Gráfico 18). El nivel de la exposición del sistema financiero doméstico entre 2000 y 2001 se redujo 5% (equivalente a \$0,9 b) alcanzando \$17,4 b para 2001 (\$13,6 b de bancos nacionales, \$2,6 b corporaciones financieras, \$0,7 b compañías de financiamiento comercial y \$0,4 b con bancos especializados en crédito hipotecario). De estos \$17,4 b las empresas transables tienen créditos por \$10 b (4% menos que en 2000), mientras las no transables por \$7,3 b (7% menos que en 2000). De otra parte, la financiación dada por el sistema financiero doméstico tiene mayor participación en las obligaciones financieras de los transables que en las de los no transables (56% y 35% en 2001, respectivamente).

Las obligaciones financieras en moneda extranjera representan desde 1999 cerca del 38% de las obligaciones financieras totales. Al discriminar por sector, las empresas productoras de bienes no transables han presentado mayores niveles de endeudamiento en moneda extranjera (49% de la deuda total de las mismas),

¹⁸ A pesar del aumento de participación en la deuda total de comunicaciones e intermediación financiera (ambos sectores productores de bienes no transables), la participación por sector ha mostrado poca variación, en parte, por la caída en otras ramas productoras de bienes no transables como construcción (que no ha presentado crecimientos reales positivos en sus ventas desde 1996) y comercio.

¹⁹ Se destaca el incremento en la financiación por medio de obligaciones gubernamentales debido a la deuda del Metro de Medellín con la Nación. Al obviar esta deuda (de \$1,43 billones en 2001) el aumento de la participación de las obligaciones gubernamentales en las obligaciones financieras entre 1999 y 2001 sólo habría sido de 5% a 7%.



resultando más expuestas a variaciones en el tipo de cambio. Por su parte, las empresas productoras de bienes transables muestran una participación moderada de la deuda en moneda extranjera (27% del total de su endeudamiento). Para diciembre de 2001 el monto de la deuda en moneda extranjera para no transables fue de \$10,4 b y para transables de \$4,7 b²⁰.

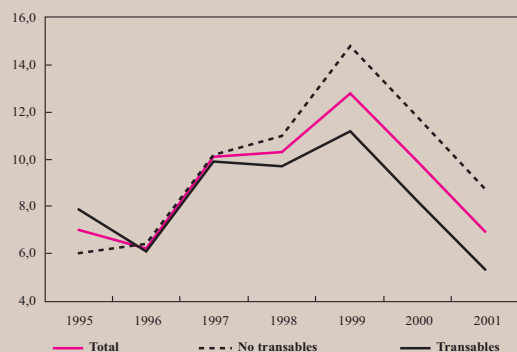
La presión financiera²¹ se ha reducido desde 1999 para el total de empresas. Este comportamiento respondió fundamentalmente al dramático descenso que han presentado los egresos financieros gracias a las menores tasas de interés. Después de alcanzar un nivel de carga de intereses de 13% en 1999, para 2001 se registró un nivel parecido al observado en 1995 y 1996 (7%) (Gráfico 19). El comportamiento del indicador de carga de intereses es inverso al del indicador de rentabilidad retorno del patrimonio, reflejo de la gran sensibilidad entre los egresos financieros de una empresa con su grado de rentabilidad.

A pesar de presentar el mismo comportamiento positivo registrado por el total de empresas en los últi-

²⁰ US\$4.552 m y US\$2.052 m, respectivamente.

²¹ Medida a través del indicador de carga de intereses como la razón entre egresos financieros y la suma de ingresos operacionales y financieros.

GRÁFICO 19
EGRESOS FINANCIEROS / (INGRESOS FINANCIEROS
+ INGRESOS OPERACIONALES)
(PORCENTAJE)



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

mos años, aquellas productoras de bienes no transables han afrontado un nivel de carga de intereses superior a las transables (en 2001 las no transables alcanzaron 9% versus 5% de las transables), consistente con la menor rentabilidad y el mayor grado de endeudamiento que han tenido las primeras. Las tendencias favorables en la presión financiera, liquidez y rentabilidad patrimonial mostradas en el sector de empresas productoras de bienes no transables en los últimos años, son síntomas de la recuperación dada desde 1999, aún cuando hasta 2001 sigue presentando niveles menos favorables en sus indicadores y mayor exposición a riesgos en la tasa de interés y el tipo de cambio que en los transables.

d. Resultado de las empresas hasta septiembre de 2002

Con el fin de analizar la evolución de las empresas en lo corrido del año 2002, se analizaron indicadores de rentabilidad, liquidez y endeudamiento para un reducido grupo de empresas que reportan trimestralmente sus estados financieros a la Supervalores. Para septiembre de 2002 esta muestra contó con un conjunto de 131 empresas, 79 transables y 49 no transables. Es importante tener en cuenta que ésta es una submuestra del conjunto de empresas analizadas anteriormente entre 1995 y 2001, compuesta en su gran mayoría por empresas de tamaño alto²².

El retorno del patrimonio para las empresas contenidas en la muestra de la Supervalores se mostró estable hasta junio, momento a partir del cual tiende a deteriorarse. El nivel de rentabilidad para el total de la muestra presentado en septiembre (2,7%) fue menor que el registrado en diciembre de 2001 (3,1%). Esta disminución en rentabilidad del último trimestre se presentó en ambos sectores, siendo más acentuado el descenso en las empresas productoras de bienes no transables quienes presentaron para septiembre un nivel de -4,1% en este indicador, versus 8,2% presentado por las transables.

A partir del estado de pérdidas y ganancias se pudo determinar que la pérdida en la rentabilidad obedeció a un drástico incremento tanto en ingresos como en los egresos no operacionales, específicamente en los financieros (Cuadro 7). Al desagregar estos rubros se pudo determinar que el abrupto cambio de nivel respondió a la devaluación en el tipo de cambio presentada en el tercer trimestre de 2002 (Gráfico 20). Aun cuando la sensibilidad a la variación en el tipo de cambio afectó a ambos sectores, las empresas productoras de bienes no transables fueron las que presentaron los mayores incrementos en sus ingresos y egresos financieros, dada su mayor exposición tanto en obligaciones financieras como en inversiones.

Los indicadores de liquidez para el total de empresas de la muestra de Supervalores vienen deteriorándose desde diciembre de 2001 (Gráfico 21)²³. El indicador de liquidez para las empresas productoras de bienes transables se mantuvo estable en el último trimestre y sigue siendo bastante superior al de las no transables. El deterioro en liquidez de las empresas productoras de bienes no transables jalonó el resultado para el total de empresas, y acentuó la gran

²² El activo promedio de las 136 empresas que reportaron información a la Supervalores en diciembre de 2001 fue aproximadamente 12 veces mayor que el de las 6.034 empresas que reportaron a la Supersociedades en la misma fecha.

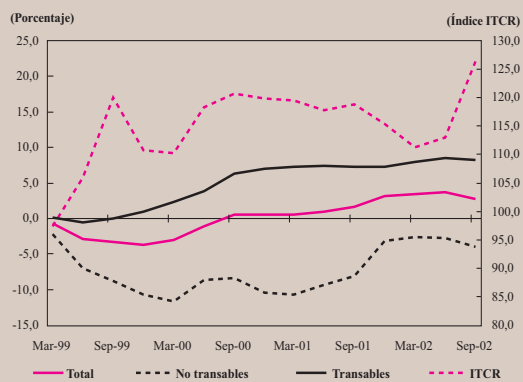
²³ Además de la relación corriente que se analiza en el texto, la disminución en la liquidez desde diciembre de 2001 se observó en las relaciones Disponible / Pasivo corriente, (Activo corriente - Inventarios) / Pasivo corriente, (Activo corriente - Pasivo corriente) / Obligaciones financieras de corto plazo, Disponible / Activo, y (Activo corriente - Pasivo corriente) / Activo.

CUADRO 7
COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
(PORCENTAJE)

	Billones de pesos			% en ingresos operacionales		
	Dic-01	Jun-02	Sep-02	Dic-01	Jun-02	Sep-02
A. Utilidad bruta (1 - 2)	6,4	7,2	7,7	30,2	30,7	32,0
1. Ingresos operacionales	21,2	23,6	24,2	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	14,8	16,3	16,4	69,9	69,3	68,0
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,4	1,8	2,2	6,8	7,5	9,1
3. Gastos administración	2,3	2,4	2,5	10,8	10,3	10,5
4. Gastos ventas	2,7	3,0	3,0	12,6	12,9	12,4
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	0,9	1,1	0,9	4,4	4,7	3,5
5. Ingresos no operacionales	1,8	2,0	5,1	8,6	8,7	21,0
Financieros	0,6	0,8	3,9	2,7	3,3	16,3
6. Egresos no operacionales	2,3	2,7	6,4	10,9	11,5	26,6
Financieros	1,6	1,9	5,5	7,5	7,9	22,7
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	0,8	1,0	0,7	4,0	4,1	3,0

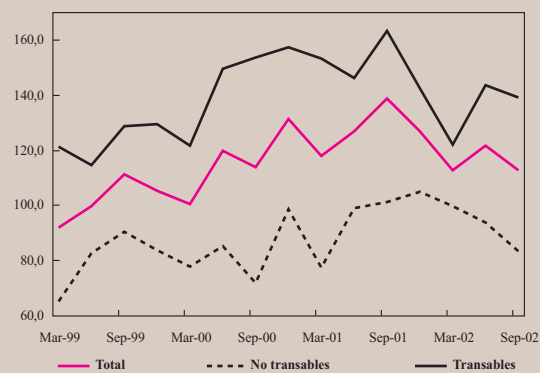
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 20
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS / PATRIMONIO



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

GRÁFICO 21
ACTIVO CORRIENTE / PASIVO CORRIENTE
(PORCENTAJE)



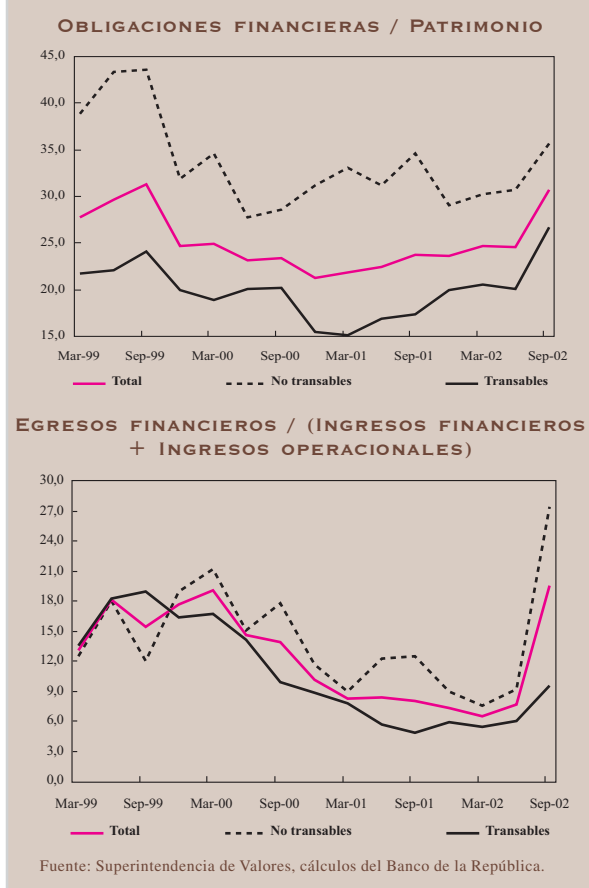
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

vulnerabilidad de éstas ante choques inesperados (como el ocurrido en el tipo de cambio), en momentos en que se viene deteriorando la rentabilidad y aumentando el endeudamiento del sector.

Desde diciembre de 2001 el nivel de endeudamiento de las empresas que reportan a la Supervalores se ha

incrementado, alcanzando en septiembre de 2002 un indicador similar al presentado en diciembre de 1999 de 31% (Gráfico 22). Este aumento fue especialmente marcado en el tercer trimestre de 2002 debido al aumento en el valor de las obligaciones financieras denominadas en moneda extranjera en ambos sectores. Es así como las empresas productoras de bienes

GRÁFICO 22
(PORCENTAJE)



no transables alcanzaron un nivel de endeudamiento de 36% en septiembre de 2002, y las transables de 27% para la misma fecha. Por último, es importante anotar la tendencia creciente en ambos sectores a disminuir los plazos en sus obligaciones financieras desde diciembre de 2001 (especialmente en no transables), lo que además de reducir el indicador de liquidez (como ya se anotó), genera un riesgo mayor de *roll-over* de la deuda.

El incremento en el valor de las obligaciones financieras entre diciembre de 2001 y septiembre de 2002, se debió casi por completo a la revalorización del saldo de la deuda en moneda extranjera otorgada por bancos y entidades financieras del exterior. La mayor parte de este crédito pertenece a las empresas productoras de bienes no transables, quienes pasaron de tener una deuda en moneda extranjera de

\$3,2 b en diciembre de 2001 a tener una de \$5,3 b en septiembre de 2002.

Al examinar el indicador de presión financiera se aprecia un enorme cambio en el nivel en el último trimestre, lo que llevó a que en septiembre de 2002 se registrara un nivel de 30% (valor levemente superior al observado a finales de 1999 y comienzos de 2000). Como se explicó anteriormente, los egresos financieros se tornaron fuertemente sensibles a la devaluación del tipo de cambio ocurrida en el tercer trimestre del año 2002, especialmente en las empresas productoras de bienes no transables.

Por tanto, el alza en el tipo de cambio del último trimestre ha demostrado la gran vulnerabilidad que las empresas productoras de bienes no transables han presentado desde 1999. Tal como se anotó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior, las empresas contenidas en este sector aún no presentan una rentabilidad positiva que las haga ver como sólidas, teniendo en cuenta que su nivel de endeudamiento (especialmente el denominado en moneda extranjera) y sus presiones financieras siguen siendo superiores a las del sector de transables.

3. Expectativas empresariales

Contrario a las expectativas registradas en el primer trimestre de 2002 la economía creció a una tasa anual de 2,2% respecto del segundo trimestre de 2001. Esto representó una mejoría de la economía, que durante el primer trimestre del año había presentado una tímida tasa de crecimiento anual de 0,5% respecto al mismo período del año pasado. Varios analistas habían coincidido en pronosticar un crecimiento inferior de la economía durante el primer semestre del año, debido a la incertidumbre reinante, el bajo dinamismo de la demanda, la inseguridad, el ambiente de turbulencia económica internacional y la persistencia de altas tasas de desempleo. Dadas esas expectativas, el dato sobre el crecimiento agregado sorprendió favorablemente.

No obstante, al mirar de forma desagregada las cifras, se observa que el buen comportamiento agregado se debió fundamentalmente al comportamiento

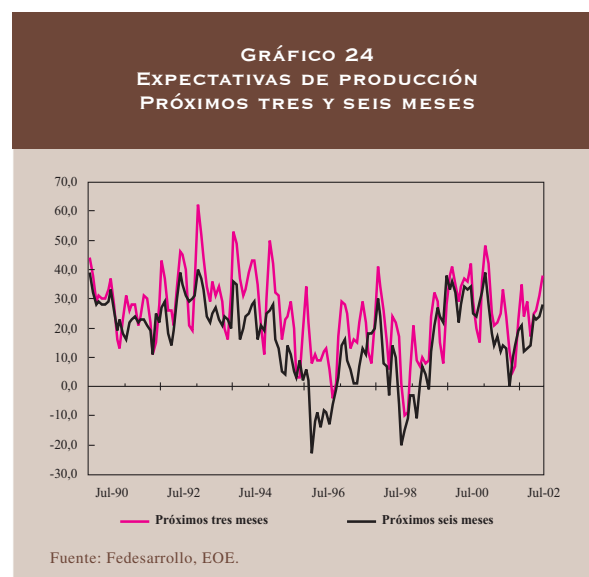
dinámico de pocos sectores, entre los cuales no se encuentran ni la industria ni el comercio. El sector que más creció fue el de la construcción, cuya tasa de crecimiento anual durante el segundo trimestre del año fue 8,8%. El sector agropecuario creció a una tasa anual de 5,3% durante el mismo período, mientras que servicios financieros lo hizo a 4,8%. El sector industrial, que durante el primer trimestre registró un decrecimiento de 3,7% anual frente al primer trimestre de 2001, durante el segundo trimestre registró una tasa de crecimiento anual de 1,0%. Por su parte, el sector de comercio creció 1,1% anual durante el primer trimestre del año y apenas 0,4% durante el segundo trimestre.

De todas formas, las cifras oficiales sobre crecimiento agregado señalan que la actividad económica durante el segundo trimestre fue más dinámica que durante el primero. A su vez, de acuerdo con cifras de la Superbancaria, la cartera comercial privada creció durante el segundo trimestre, lo que refuerza la información anterior.

Cifras preliminares sobre la actividad económica durante el tercer trimestre del año presentan la misma tendencia: de acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo para octubre, el sector industrial registra una mejoría general, que se evidencia en disminución de los inventarios, aumentos de los pedidos y mejores expectativas de producción en los próximos tres y seis meses (gráficos 23 y 24).

Como se puede observar en el Gráfico 24, si bien las expectativas de producción de los empresarios muestran un comportamiento bastante volátil, la tendencia de los últimos meses ha sido hacia la mejoría.

La información suministrada por la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de los meses de julio, agosto y septiembre concuerda con la de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo. De acuerdo con los resultados de julio, al comenzar el segundo semestre del año la mayoría de indicadores presentó una relativa mejoría. La producción siguió creciendo a un ritmo moderado, mientras que las ven-



tas totales, que durante el primer trimestre del año fueron poco dinámicas, crecieron en julio 2,6% respecto al mismo mes del año pasado. Los indicadores de demanda mejoraron, presentando un repunte de los pedidos mientras que los inventarios continuaron bajos. Los pedidos se catalogaron como normales o altos por 80,7% de los empresarios encuestados, lo que significó un aumento de casi 12% respecto a los resultados de junio pasado. Por otra parte, la utilización de la capacidad instalada se mantuvo en niveles superiores a 70%.

Por su parte, los resultados de la EOIC de agosto y septiembre señalan que los resultados positivos de

los últimos meses se mantienen, a la vez que la percepción de seguridad general, aumentó de forma sustancial. Esto resulta muy positivo, si se tiene en cuenta que, de acuerdo con los empresarios, uno de los factores que más influye negativamente sobre la dinámica productiva, es la inseguridad.

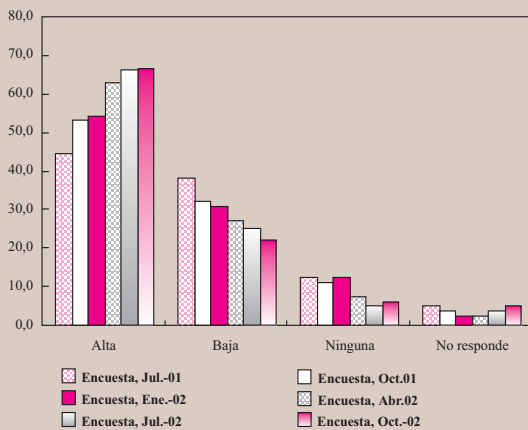
Adicionalmente, otro factor importante que da confianza a los empresarios es la estabilidad del crédito y de las tasas de interés. Según los resultados de la encuesta del Banco de la República, realizada en octubre, la percepción general acerca del estado actual de la liquidez y de la disponibilidad de crédito en la economía sigue mejorando. Así mismo, el grueso de los encuestados considera que durante el segundo semestre se mantendrá el buen comportamiento de la liquidez y de la oferta de crédito (Gráfico 25).

Así mismo, no se esperan cambios significativos en el comportamiento de las tasas de interés. Como se observa en el Gráfico 26, los encuestados por el Banco de la República esperan que la DTF se mantenga entre 8% y 9% durante los próximos meses. Dicha estabilidad esperada es compatible con la percepción general de que el estado actual de liquidez en la economía es bueno.

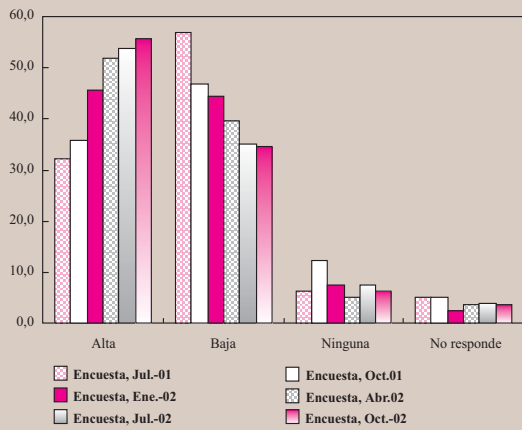
La información anterior muestra algunos resultados que indican mejoría en la actividad económica general, lo cual ha hecho que mejoren las expectativas de los empresarios acerca del ambiente general de los negocios. Sin embargo, los resultados son aún débiles, en el sentido de que la mejoría de los indicadores ha sido ligera y no se ha sostenido durante un período de tiempo importante. En opinión de los empresa-

GRÁFICO 25

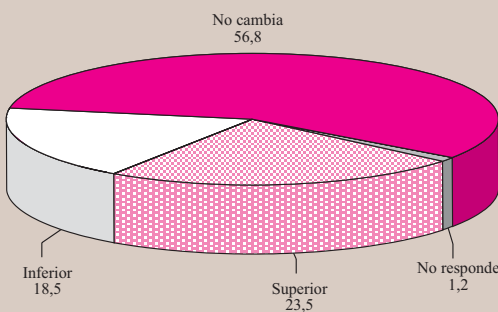
PERCEPCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA



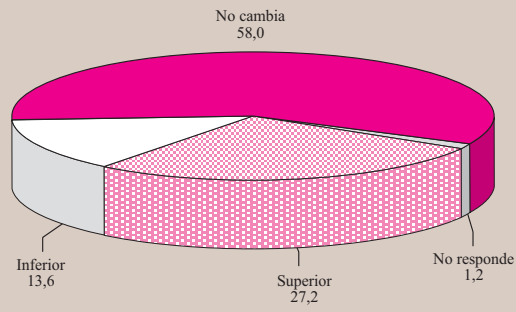
PERCEPCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO



EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES

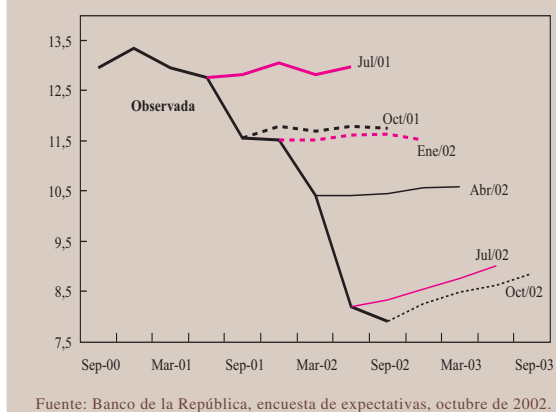


EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2002.

GRÁFICO 26
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS (TASA EFECTIVA ANUAL)



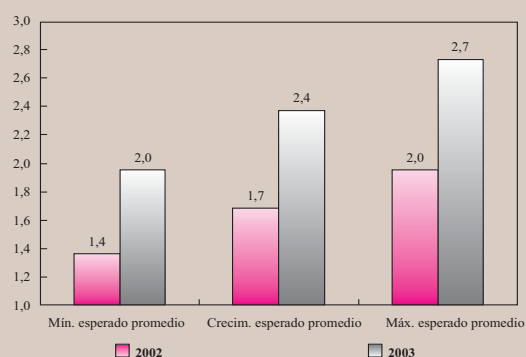
rios, el despegue definitivo de la economía depende de qué suceda en el ámbito político, especialmente en lo concerniente a las reformas laboral y pensional, y en lo referente a la evolución del referendo. Por ahora se percibe tranquilidad en el ambiente; los empresarios han señalado su confianza en la voluntad del actual Gobierno por sacar adelante las reformas económicas más apremiantes. Así mismo, el anuncio de que existe un principio de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) dio tranquilidad al Gobierno, los inversionistas y los mercados (las tasas de transacción de los TES bajaron y se frenó la escalada del dólar).

Dado lo anterior, las expectativas acerca de crecimiento agregado de la economía son aún bastante conservadoras. De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco de la República, se espera un crecimiento de 1,7% en 2002 y de 2,4% en 2003. De igual forma, la mayor parte de los encuestados prevé mantener estable su planta de personal en el corto plazo, lo que indicaría de forma indirecta que no están planeando proyectos de inversión ambiciosos en el corto plazo (Gráfico 27).

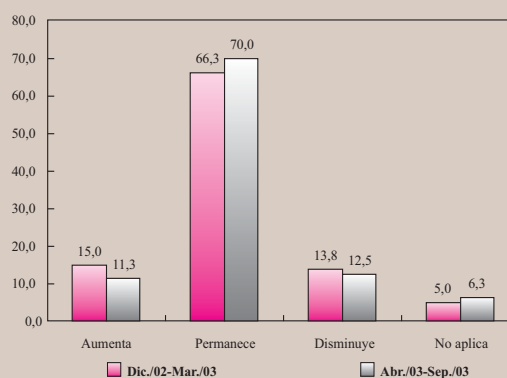
Aún falta esperar la respuesta del sector privado ante el ajuste fiscal que se propone adelantar el Gobierno, consistente en reducción del gasto y aumento de los impuestos. No obstante, el sector privado es cons-

GRÁFICO 27
(PORCENTAJE)

CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB PARA 2002 Y 2003



EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN EL CORTO Y EL MEDIANO PLAZOS



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2002.

ciente de la necesidad de llevar a cabo el ajuste fiscal, para que se puedan establecer condiciones sólidas de crecimiento económico de largo plazo.

4. Conclusiones

De lo anterior se concluye que la exposición del sistema financiero ante el sector corporativo privado aumentó a comienzos de año, aunque de forma ligera, luego de una reducción continua entre 1998 y 2001. El riesgo que representan los principales sectores económicos para el sistema financiero ha seguido reduciéndose, en la medida en que viene mejorando la calidad de cartera de estos. Cabe destacar que aunque la construcción sigue siendo el sector con peores índices, la calidad de su cartera ha venido mejorando de forma continua. Probablemente, si el sector sigue

comportándose de forma dinámica, la calidad de su cartera seguirá mejorando, lo que reduciría el riesgo para el sistema financiero.

Sin lugar a dudas, la salud financiera de las empresas ha mejorado considerablemente en años recientes, y parece haber superado los momentos críticos que afrontó entre 1998 y 1999. Sin embargo, la situación financiera del sector corporativo sigue siendo extremadamente vulnerable a la evolución de ciertas variables macroeconómicas como lo demostró el efecto de la devaluación del tercer trimestre de 2002.

En cuanto a la rentabilidad, el sector corporativo evidencia una tendencia sólida hacia la recuperación, alcanzando niveles muy similares a los que se observaban con anterioridad del período de crisis, 1998-1999. A pesar de lo anterior, subsisten diferencias sectoriales muy fuertes entre las empresas productoras de bienes transables y los no transables. Estas diferencias sectoriales están relacionadas con el ajuste macroeconómico ocurrido en los últimos años, particularmente desde 1999, que ha favorecido la recuperación de las ventas de las empresas de los sectores transables y ha conducido a un menor crecimiento en las ventas de las empresas de los sectores no transables.

Esta diferencia en los dos indicadores de rentabilidad para las empresas de estos sectores se explica por el importante descenso de la deuda y de las tasas de interés de las mismas, lo cual ha permitido reducir los egresos financieros de estas firmas y estabilizar la rentabilidad patrimonial después de impuestos en niveles superiores a los observados en los años de crisis. Las empresas productoras de bienes no transables han venido mejorando sus indicadores de rentabilidad patrimonial a pesar de que aún se encuentran en niveles negativos. No sucede lo mismo cuando se observa el margen operacional para este grupo de empresas, el cual ha seguido cayendo desde 1997, lo cual ha contribuido a ampliar la brecha entre la rentabilidad de las empresas de ambos sectores.

Por su parte, la rentabilidad (antes y después de intereses) de las empresas productoras de bienes

transables muestra una tendencia sólida hacia la recuperación, situándose para 2001 en niveles muy superiores a los observados antes de la crisis. Este resultado obedece, claramente, a que las empresas de estos sectores se han beneficiado de la evolución reciente de las variables macroeconómicas, específicamente, han disfrutado menores tasas de interés y mayores niveles de tipo de cambio real.

En cuanto a la liquidez, las tendencias de mediano plazo observadas indican una menor vulnerabilidad de las empresas ante cambios abruptos en la financiación de muy corto plazo. El crecimiento de la relación de efectivo ha estado concentrado en las empresas productoras de bienes no transables que son, coincidentalmente, las que han mostrado un mayor nivel de endeudamiento y presiones financieras. Sin embargo, se puede afirmar que desde 1999 la mejora se ha presentado en ambos sectores como lo muestra la relación corriente.

El endeudamiento del sector corporativo colombiano se ha mantenido estable en el mediano plazo (1997-2001). Por su parte, los indicadores de cubrimiento indican un menor riesgo de tasa de interés para el total del sector. A pesar del menor riesgo de tasa de interés que afronta el sector como un todo, las empresas productoras de bienes no transables siguen presentando un nivel menor de cubrimiento de intereses que las transables, como consecuencia del pobre desempeño de sus ventas durante los últimos años.

Este menor riesgo de tasa de interés observado desde el año 2000, ha sido acompañado de una recomposición del pasivo de las empresas, hacia una mayor participación de los pasivos de largo plazo, fundamentalmente por una sustitución de deuda de corto plazo por deuda de largo plazo. Este hecho es importante dado que arrojaría indicios acerca de un menor riesgo de refinanciación en el corto plazo, reduciendo la vulnerabilidad de las empresas a cambios abruptos en las condiciones de financiamiento domésticas y externas.

Desde diciembre de 2001 y hasta septiembre de 2002, la rentabilidad patrimonial después de impuestos se

deterioró para el total de las empresas vigiladas por la Supervalores, como consecuencia de la devaluación real observada durante el tercer trimestre, la cual reversó abruptamente la tendencia descendente de los egresos financieros que venía registrándose en el mediano plazo. Este deterioro se concentró en las empresas productoras de bienes no transables, no solamente por la importante participación que tiene la deuda externa en el pasivo de éstas sino, además, por el acelerado crecimiento de la deuda en moneda extranjera de corto plazo que se venía observando desde el primer trimestre de este año.

Durante los nueve primeros meses del año 2002, los indicadores de liquidez muestran un deterioro, especialmente marcado en el último trimestre, debido a un aumento apreciable en el valor de los pasivos corrientes. Este mayor valor es la consecuencia de la devaluación ocurrida durante este período. El deterioro de la liquidez se concentró en las empresas productoras de bienes no transables, como era de esperarse ante un choque de esta magnitud, dada la composición de su pasivo y el crecimiento de la deuda de corto plazo en moneda extranjera que se observó durante los primeros seis meses del año.

Para el período diciembre de 2001 a septiembre 2002, se observó un deterioro general en los indicadores de endeudamiento, los cuales se sitúan en niveles muy similares a los observados durante los años de crisis. Esta situación es el resultado de la devaluación observada en el último trimestre que elevó tanto el valor en pesos de la deuda externa como el valor del servicio de la misma durante este período. Nuevamente, el deterioro estuvo concentrado en las empresas productoras de bienes no transables, para las cuales los indicadores de cubrimiento muestran niveles comprometedores, muy superiores a los observados en los años de la crisis.

Con base en lo anterior, las expectativas acerca de crecimiento agregado de la economía son aún bastante conservadoras. De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco de la República, se espera un crecimiento de 1,5% en 2002 y de 2,3% en 2003. De igual forma, la mayor parte de los encuestados prevé man-

tener estable su planta de personal en el corto plazo, lo que indicaría de forma indirecta que no están planeando proyectos de inversión ambiciosos en el corto plazo. Los indicadores parecen mostrar que en el corto plazo puede darse un aumento moderado de la demanda de crédito, similar al de los últimos meses.

B. HOGARES

La siguiente sección tiene como propósito analizar el sector de la economía de los hogares e identificar posibles riesgos que puedan atentar contra el desarrollo del sistema financiero. Específicamente, se hará énfasis en la actual exposición que presenta el sistema financiero frente a la deuda de los hogares; también se intentará mostrar cómo ha evolucionado su capacidad de pago y lo que se espera que suceda en el futuro con respecto a su endeudamiento. A menos que se precise lo contrario, la fuente de la información contable proviene de la Superbancaria y la de las encuestas proviene de Fedesarrollo.

Como se mencionó anteriormente, se han escogido dos criterios de clasificación para estudiar la deuda de los hogares. El primero es la suma del total de la cartera de personas naturales, más la cartera de personas jurídicas con créditos inferiores a 100 salarios mínimos mensuales. El segundo, hace alusión a la suma entre la cartera hipotecaria y de consumo. La división entre cartera hipotecaria, comercial, microcrédito y de consumo para junio de 2002, para cada uno de los criterios, se observa en el Cuadro 8.

1. Exposición²⁴

a. Montos y exposición general²⁵

La deuda de los hogares ha venido perdiendo peso en el total de los activos del sistema financiero. En

²⁴ Al cuantificar la exposición del sistema frente a la deuda de los hogares se incluyó el monto de cartera destinado a hogares por parte de los establecimientos de crédito, y el monto de títulos hipotecarios en manos de dichas entidades.

²⁵ Para esta sección se utilizará el primer criterio de cartera destinada a hogares.

CUADRO 8
CARTERA DE LOS HOGARES POR TIPO

Tipo	Criterio 1		Criterio 2	
	Billones de pesos	porcentaje de cartera a hogares	Billones de pesos	porcentaje de cartera a hogares
Hipotecaria	11,2	41	11,7	63
Consumo				
Tarjeta de crédito	1,6	6	1,6	9
Otro	5,1	19	5,3	28
Comercial	9,5	35	0	0
Microcrédito	0,1	0	0	0
Total	27,6	100	18,7	100

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

efecto, en el primer semestre de 2002, la participación de dicha cartera se ha reducido en cerca de 1,9% (Gráfico 28). Pese a la reducción que se viene presentando desde 1998, esta deuda sigue representando una parte importante (cerca de la tercera parte) de los activos del sistema. En el Gráfico 29 se aprecia el peso que tienen las operaciones activas de crédito a hogares sobre el total de operaciones activas de crédito del sistema financiero.

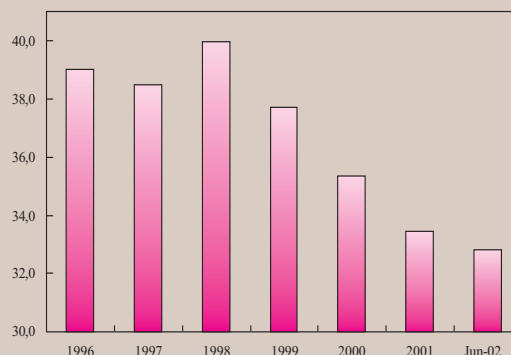
Entre enero y junio de 2002, la deuda de hogares se redujo en 4,7% real. Esta disminución es muy similar a la que tuvo el total de operaciones activas de crédito con 4,9% para el mismo periodo. De esta manera, es posible notar que en estos seis meses, la participación de dicha deuda sobre el total de la cartera se ha mantenido prácticamente constante alrededor del 58%.

b. Exposición por tipo de entidad²⁶

Con el propósito de conocer qué tipo de entidades del sistema financiero son las más vulnerables al comportamiento de la deuda de los hogares, es necesario conocer los montos de la cartera otorgados a estos

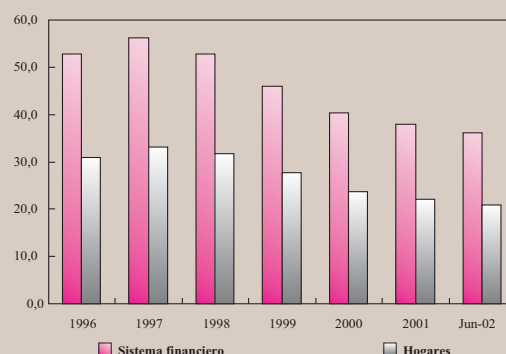
²⁶ En esta sección se tomará la cartera de los hogares como el segundo criterio.

GRÁFICO 28
CARTERA DESTINADA A HOGARES COMO PROPORCIÓN DEL TOTAL DE ACTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO



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

GRÁFICO 29
CARTERA DE LOS HOGARES Y DEL SISTEMA FINANCIERO
(BILLONES DE PESOS DE 1998)



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

agentes y su respectiva participación en el total de la cartera. En el Gráfico 30, es posible apreciar que los BECH continúan siendo el sector con más cartera destinada a hogares, seguidos por los bancos comerciales y, en menor medida, por las compañías de financiamiento comercial. Entre enero y agosto de 2002, se aprecia un pequeño incremento en la participación de los bancos comerciales y de los BECH; la participación de los primeros aumentó de 32,5% a 35,5%, mientras que la de los BECH mejoró levemente de 60,6% a 61,2%. En el caso de las CFC, la participación en el total de deuda (cartera a hogares + bonos hipotecarios) se redujo en aproximadamente 0,8 puntos en lo corrido de 2002.

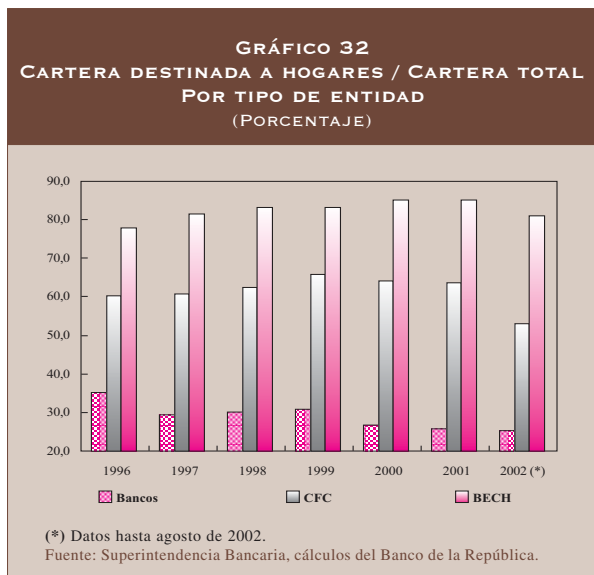
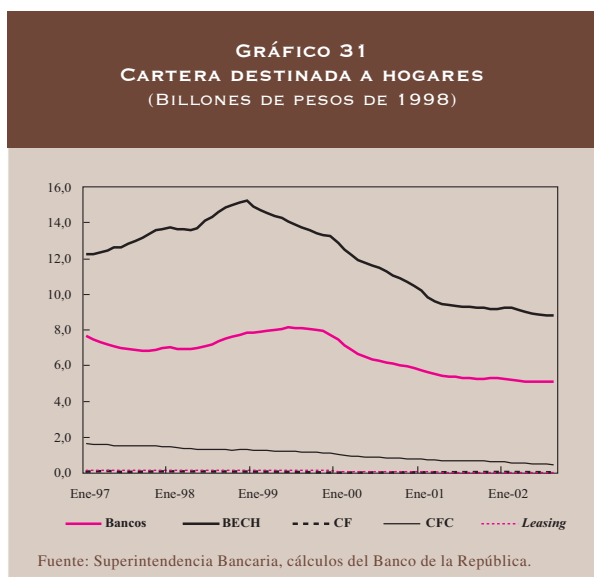
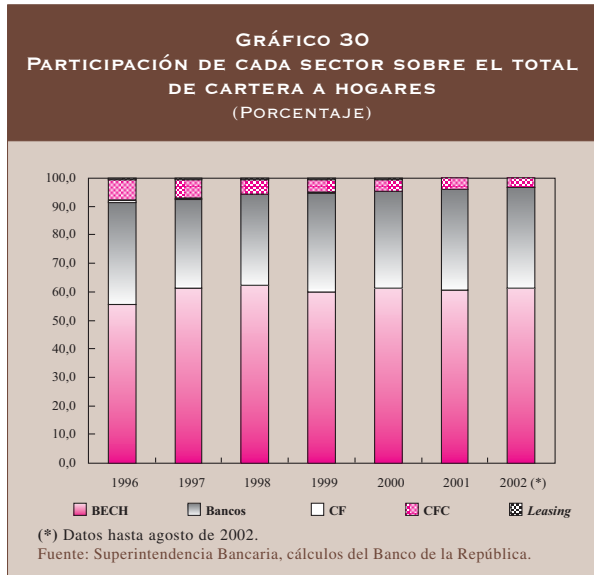
En el Gráfico 31 se observa que para los tres tipos de entidades financieras que más deuda contrajeron con los hogares, la tendencia de este tipo de cartera siguió siendo decreciente durante 2002. En el caso de los BECH, dicha reducción ha sido de 5% real entre enero y agosto, mientras que en el caso de los bancos comerciales y las CFC la deuda ha disminuido en términos reales en 3% y 23%, respectivamente.

Una vez identificados los sectores del sistema financiero que más le prestan a los hogares, es necesario observar cuál es la proporción que dicha cartera representa sobre el total de su cartera, para tener una mejor aproximación de la exposición que enfrenta cada uno de estos.

Del Gráfico 32 se desprende que los BECH son las entidades más expuestas a la deuda de los hogares, pues ésta constituye cerca del 82% del total de su cartera. Dicha exposición, sin embargo, se ha reducido con relación al año anterior, cuando alcanzó el 86%. En el caso de las CFC, se observa un fenómeno similar al de los BECH. En efecto, la participación de la cartera destinada a hogares se ha reducido durante el año 2002, pasando de 63% a 53%. Los bancos comerciales, por su parte, están menos expuestos a la deuda de los hogares, pues esta representa solamente el 26% del total, cifra que se ha mantenido relativamente constante en el último año.

c. Calidad de la deuda y capacidad de pago de los hogares

Una vez evidenciada la importancia de la cartera de los hogares en el total de crédito otorgado e incluso en el total de activos del sistema, conviene hacer un análisis de cómo ha evolucionado su calidad en la primera mitad de 2002. En el Gráfico 33, se puede apreciar una leve recuperación en la calidad de la cartera con relación a diciembre de 2001. En efecto, el porcentaje de cartera de tipo A se incrementó de 73% a 75%, mientras que el porcentaje de cartera de tipo E se mantuvo cercano al 8%. El fenómeno que se observa, entonces, es una tendencia a la concentración de la cartera en la mejor y la peor calificación (A y E, respectivamente), en detrimento de las cate-



rias intermedias (como la categoría B por ejemplo que se redujo de 10,8% a 9,1% entre diciembre de 2001 y junio de 2002).

Esta leve mejora en la cartera de los hogares coincide con un incremento en los ingresos reales de los asalariados. Es posible constatar este hecho a través de dos indicadores. Primero, el ingreso laboral real (Gráfico 34) ha mostrado tasas anuales de crecimiento de 4,1% y 3,7% durante los dos primeros trimestres de 2002. Pese al leve descenso en el último trimestre, los ingresos laborales de 2002 se encuentran por encima de los presentados en todo el año 2001, lo que posiblemente haya mejorado la capacidad de pago de ciertos hogares con individuos empleados.

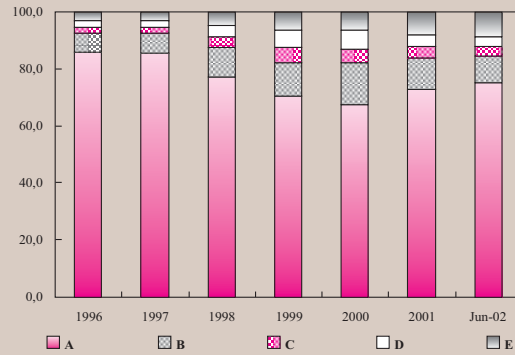
Segundo, el índice de salarios industriales reales también muestra un incremento con relación al año 2001, e incluso se encuentra en los niveles más altos desde 1997 (Gráfico 35). Este hecho parece quebrar la tendencia hacia la baja que se presentó durante 2001, pues luego de mostrar tasas de crecimiento anuales negativas durante los últimos meses de 2001, el índice se ha recuperado durante 2002, registrando un crecimiento de 2,78% anual en promedio.

La calidad de la cartera de los hogares también se puede ver afectada por el comportamiento de la tasa de empleo y desempleo de la economía. A diferencia del incremento en los ingresos de los asalariados, la tasa de empleo no muestra signos claros de recuperación, manteniéndose en niveles similares a los de principio de año (Gráfico 36). Por esta razón no es posible sacar conclusiones que den indicios claros sobre cambios en la capacidad de pago de los hogares al observar dichas tasas.

Otro factor que puede influir en la capacidad de pago de los hogares es el precio de la vivienda. El índice del precio de la vivienda²⁷ para Bogotá y Medellín muestra un descenso desde noviembre de 2001, seguido de un leve incremento a partir de junio de 2002 (Gráfico 37). Esta aparente volatilidad no permite

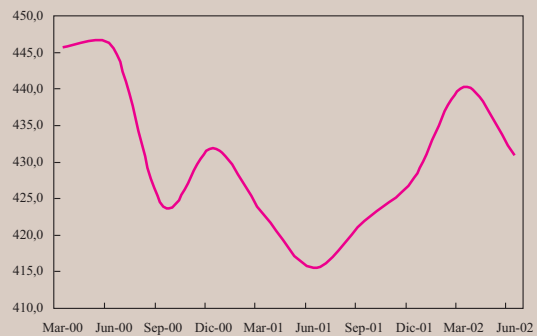
²⁷ Este índice se deflactó usando el IPC, luego lo que muestra es la evolución del precio de la vivienda relativo al precio de la canasta de consumo.

GRÁFICO 33
CALIDAD DE LA CARTERA DE LOS HOGARES
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 34
INGRESOS LABORALES
(MILES DE PESOS DE 1998)



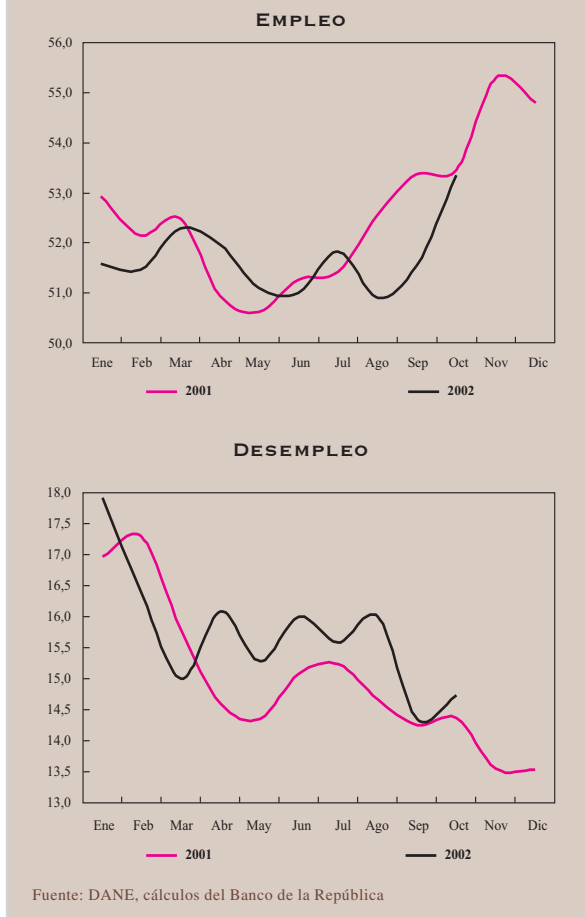
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), encuesta continua de hogares (ECH). Cálculos del Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 35
ÍNDICE DE SALARIOS REALES
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 36
TASAS DE EMPLEO Y DESEMPLEO
TOTAL NACIONAL
(PORCENTAJE)

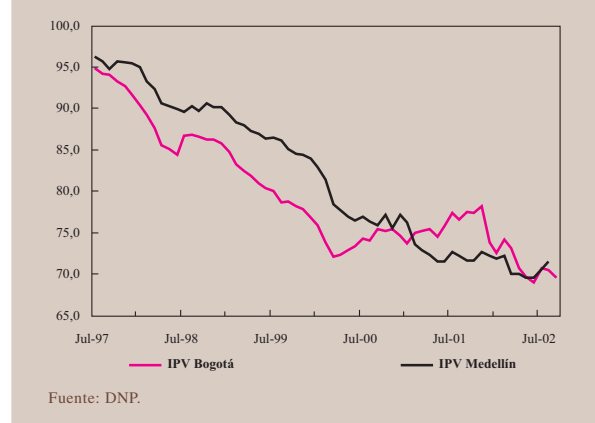


extraer conclusiones contundentes acerca de la incidencia del precio de los activos de los hogares en su capacidad de pago durante el primer semestre de 2002. No obstante, la caída pronunciada en el precio de la vivienda que se observaba desde 1997, parece haberse estabilizado desde principios de 2001. En efecto, el precio de la vivienda presenta un panorama más estable desde esa fecha, pues los crecimientos anuales son menos negativos que los presentados durante 1999 y 2000 (en el caso de Bogotá el crecimiento promedio entre 1999 y 2000 fue de -7,4% frente a -0,7% entre el año 2001 y agosto de 2002, mientras que en Medellín los crecimientos fueron de -7,5% y -5,1%, respectivamente).

2. Perspectivas²⁸

A continuación, se analizan algunos indicadores relacionados con el consumo, gasto, y venta de activos de

GRÁFICO 37
ÍNDICE REAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA
(PORCENTAJE)



los hogares. Por medio de este análisis se trata de obtener un panorama de su situación económica y de sus expectativas. Lo anterior, puede dar una idea de la trascendencia de las decisiones de los hogares sobre las variables relevantes para el sistema financiero (como demanda de crédito, o capacidad de pago).

a. Consumo

De acuerdo con el índice de confianza del consumidor (ICC) y del índice de condiciones económicas, los hogares que piensan que en el futuro próximo su situación económica mejorará, y que las condiciones económicas del país serán mejores se ha incrementado notablemente desde abril de 2002 (Gráfico 38). El optimismo de los hogares es alto para los meses de junio y agosto. Sin embargo, la tendencia después de junio, se torna ambigua, lo que no permite obtener un patrón consistente sobre demanda de crédito futura de los hogares.

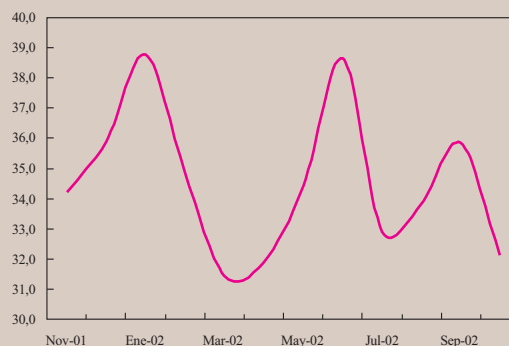
²⁸ Los datos que a continuación se presentan provienen de dos encuestas realizadas por Fedesarrollo. La primera es semestral y se denomina encuesta de coyuntura social. El módulo utilizado es "condiciones económicas" en el cual se realizan preguntas referentes al gasto, empleo y venta de activos de los hogares. Se utilizan las últimas cinco etapas de dicha encuesta, que cubren el período comprendido entre abril de 2000 y mayo de 2002. La segunda encuesta se denomina índice de confianza del consumidor y contiene preguntas referentes a las expectativas de los hogares sobre las condiciones económicas propias y las del país. Se utilizan las encuestas realizadas desde noviembre de 2001 a octubre de 2002 (mensuales). El universo de estudio está constituido por los hogares de las áreas urbanas de las ciudades de Medellín, Barranquilla, Bogotá y Cali.

GRÁFICO 38
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)
E ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS (ICE)
 (PORCENTAJE)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

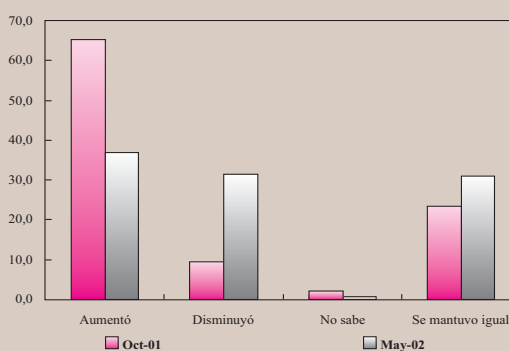
GRÁFICO 39
PORCENTAJE DE HOGARES QUE CREEN QUE ES UN BUEN MOMENTO PARA COMPRAR VIVIENDA, MUEBLES O ELECTRODOMÉSTICOS, O AUTOMÓVIL



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, el porcentaje de hogares que piensa que es un buen momento para comprar vivienda, bienes durables como muebles y electrodomésticos, o automóvil, que venía incrementándose desde julio, tuvo una caída importante en el mes de octubre (Gráfico 39). Por lo tanto, pese a que los hogares no tienen claro cuál será la situación económica del país en los próximos 12 meses (ICC), las encuestas muestran que, hasta septiembre los hogares encontraban más atractivo que antes la compra de bienes que, usualmente, se financian a través de crédito. De esta manera, los resultados de la encuesta en el último mes hacen que sea incierta la evolución de la demanda de crédito futura de estos agentes.

GRÁFICO 40
COMPORTAMIENTO DEL GASTO DE LOS HOGARES EN LOS ÚLTIMOS SEIS MESES
 (PORCENTAJE)

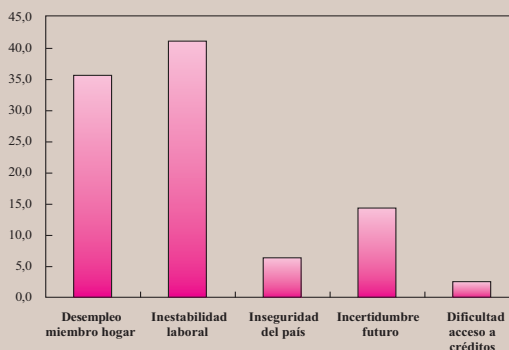


Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

b. Gasto

En mayo de 2002, el 31,5% y el 31,0% de los hogares manifestaron haber disminuido o mantenido igual el gasto en los seis meses anteriores, frente a 9,4% y 23,3% de hogares reportados en octubre de 2001 (Gráfico 40). De acuerdo con los resultados de la encuesta, se sugiere que dicha disminución del gasto se debe a causas asociadas con menores ingresos, como el desempleo o la inestabilidad laboral, y no a causas relacionadas con dificultades en el acceso al crédito del sector financiero (Gráfico 41). Las ciudades donde más hogares se vieron en la obligación de reducir sus gastos fueron Cali y Bogotá con 48% y 38%, respectivamente.

GRÁFICO 41
CAUSAS DE LA REDUCCIÓN DEL GASTO (MAYO DE 2002)
 (PORCENTAJE)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

c. Venta de activos

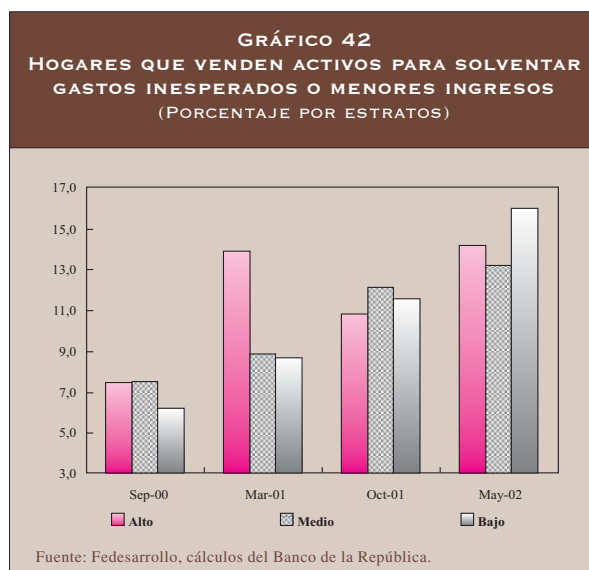
Entre octubre de 2001 y mayo de 2002, el porcentaje de hogares que tuvieron que vender alguna propiedad o pertenencia para poder solventar gastos inesperados o pérdidas en el ingreso, aumentó considerablemente. Esta tendencia es más marcada para los hogares de estratos bajos, en donde la proporción de hogares que vendieron activos pasó de 12% a 16%, mientras que en los estratos medio y alto, esta proporción aumentó en uno y tres puntos porcentuales, respectivamente (Gráfico 42).

3. Conclusiones

La tendencia a la reducción de la deuda de los hogares que se viene observando desde 1998 siguió durante los primeros seis meses de 2002, logrando que dicha deuda se situara en el nivel más bajo desde 1996. La reducción de esta cartera se presenta tanto en BECH, como en bancos comerciales y CFC.

Los BECH siguen siendo la principal fuente de préstamos a los hogares, pese a que entre enero y agosto los bancos comerciales ganaron una pequeña participación en el total de cartera destinada a los mismos. De igual forma, los BECH son los más expuestos a esta deuda pues ésta representa el 82% del total de su cartera, aunque se observa una disminución en esta participación en lo corrido de 2002. Las CFC presentan un panorama similar al de la banca hipotecaria, pues aunque la cartera a hogares representa una porción importante del total, se evidencia una desconcentración de su crédito hacia otro tipo de agentes. Los bancos comerciales, por su lado, no presentan una dependencia elevada del negocio de cartera a hogares, lo cual los hace menos vulnerables a cambios abruptos en las condiciones de estos.

En lo corrido de 2002, se ha observado una leve mejora en la calidad de la cartera de los hogares, con respecto al año 2001, dado un aumento en la cartera calificada en tipo A. Esta mejora coincide con una desaceleración en la caída de los precios de los activos y con un incremento en los ingresos de los individuos asalariados con respecto al año anterior, lo que sugiere una mayor capacidad de pago



para este grupo de la población. Sin embargo, la evolución de las tasas de empleo y desempleo, no permite que para el total de hogares se afirme lo mismo sin ambigüedad.

En cuanto al futuro endeudamiento de los hogares, los índices de confianza y de situación económica del consumidor se encuentran en niveles relativamente altos con respecto al último año. De esta forma las encuestas de confianza de los consumidores sugieren que, de continuar la misma percepción de los últimos cinco meses, los hogares comenzarían a solicitar más crédito. Estos resultados, deben tomarse con cautela, dada la volatilidad que muestran los índices agregados de confianza, y sobre todo frente a la caída en la cantidad de hogares que opina que es un momento propicio para adquirir bienes durante el mes de octubre.

C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

Esta sección tiene por finalidad analizar el comportamiento de la deuda del sector público, haciendo énfasis en los riesgos potenciales que puedan afectar la estabilidad del sistema financiero doméstico. Por ese motivo, en primer lugar, se presenta la evolución reciente de la exposición del sistema financiero ante la deuda pública. A continuación se presenta el comporta-

miento y evolución de la deuda del SPNF. Luego se expone la evolución de la deuda interna y externa del Gobierno Nacional Central (GNC), que es el principal deudor dentro del sector, y finalmente, se exhibe la evolución de la deuda de las entidades territoriales nacionales.

1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública²⁹

a. Evolución de la exposición

Durante los últimos años ha aumentado la exposición del sistema financiero ante la deuda del sector público, lo que se evidencia en la creciente participación que ha ganado la suma de cartera pública y títulos públicos en los balances de las entidades frente al activo del sistema, relación que pasó de 8% en diciembre de 1996 a 26% en junio del presente año. El aumento importante en participación sucedió entre 1999 y 2002, como se observa en el Gráfico 43.

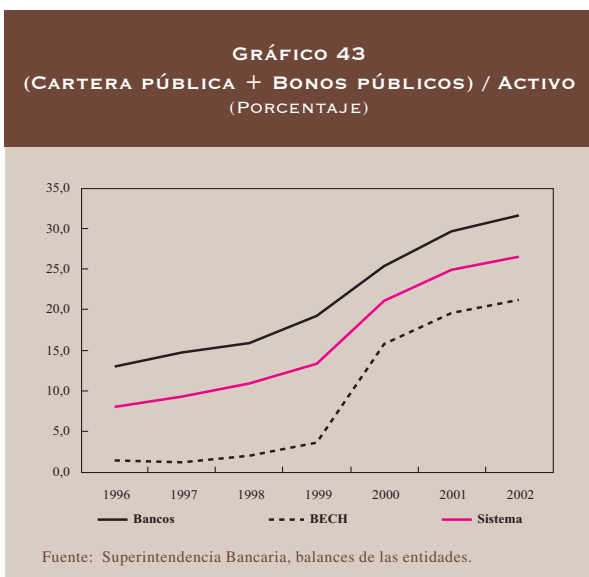
El incremento de la participación de la deuda pública en el activo del sistema financiero se debió al efecto combinado de la contracción en términos reales del activo del sistema y del crecimiento en términos rea-

les de la deuda pública en manos del mismo: mientras que el primero se redujo a una tasa anual promedio de 3,7% real entre 1996 y 2001, la segunda creció a una tasa anual promedio de 20,7% real durante el mismo período. En términos de saldos nominales, la deuda pública en los balances del sistema financiero pasó de \$4,7 b en 1996 a \$20,9 b en diciembre de 2001. Durante el primer semestre de 2002 este comportamiento se mantuvo: el activo del sistema se redujo 3,4% real frente a diciembre del año pasado, mientras que la deuda pública creció 2,9% real, llegando a \$22,5 b.

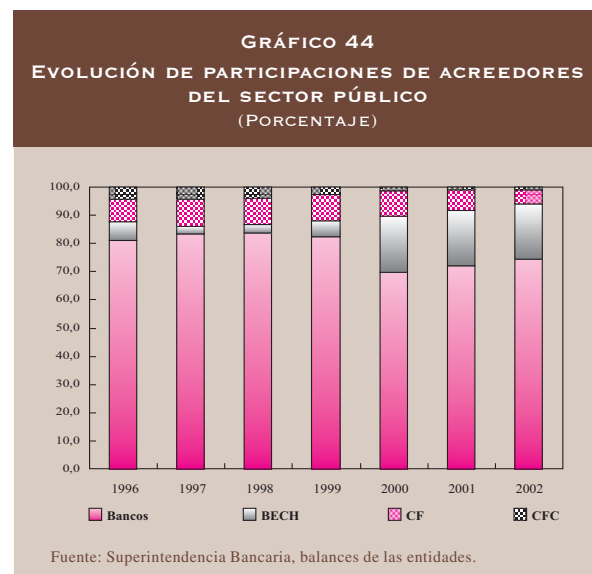
b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al mirar el comportamiento por tipo de entidad, se observa que los bancos son los más expuestos de forma directa ante la deuda pública. La relación entre deuda pública y activo de dicho sector, que en 1996 era de 13%, en junio de 2002 registró 32%, porcentaje significativamente superior al del resto de entidades financieras. Esto resulta importante, en la medida en que, como se observa en el Gráfico 44, los bancos son los principales acreedores del sector público al interior del sistema financiero doméstico, al participar con 74% de la deuda pública en los balances de las entidades financieras.

Si bien los bancos son los mayores acreedores del sector público, su participación dentro del sector financiero no ha sido homogénea durante los últimos



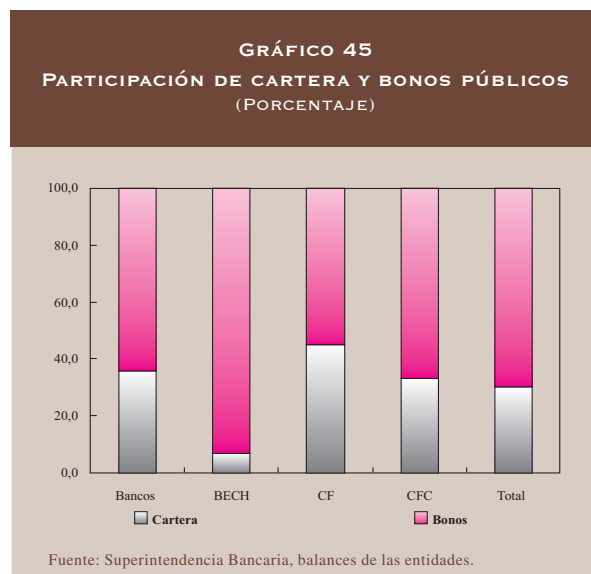
²⁹ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superbancaria, y corresponden a la cartera de capital y los títulos públicos que se presentan en los balances de las entidades financieras. No se incluyen las IOE.



siete años. Entre 1999 y 2000 perdieron participación de forma importante, aunque el nivel de deuda del sector público con los bancos aumentó. Dicha pérdida de participación se debió al aumento de la tenencia de bonos públicos por parte de los BECH, de \$0,8 b a \$3,1 b, lo que les significó a estos últimos aumentar su participación de 7% en 1999 a 19% en 2000. Actualmente mantienen el mismo nivel de participación. Las CF y las CFC, que han participado de forma marginal como acreedores del sector público, han perdido participación durante los últimos años.

El crecimiento de la deuda del sector público con el sistema financiero se ha debido fundamentalmente al aumento de la tenencia de títulos públicos por parte de las entidades financieras, fenómeno que se acentuó durante los últimos años con la recomposición del activo del sistema financiero que favoreció el aumento de inversiones en detrimento de la cartera. Como se observa en el Gráfico 45, el 70% del endeudamiento público con el sistema financiero está representado en bonos, en tanto que sólo el 30% se debe a cartera. Mientras que para los bancos la relación Bonos / Deuda pública es inferior a la del total del sistema (64%), para los BECH tal relación es bastante superior (93%).

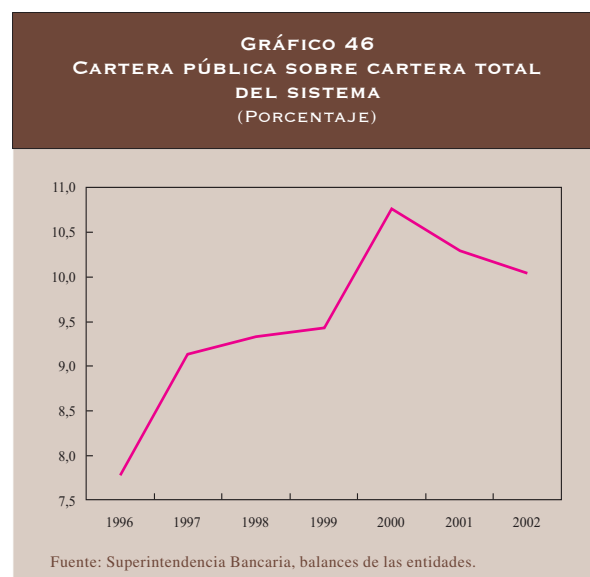
Los bonos han ganado participación como instrumento de deuda pública con el sistema financiero, si bien la cartera ha perdido participación. Esto se debe al



hecho de que, mientras que la tenencia de bonos públicos por parte del sistema financiero creció a una tasa promedio anual de 42,9% real entre 1996 y 2001, la cartera decreció a un ritmo promedio anual de 1,6% real en el mismo período. Durante los primeros seis meses de 2002 la tendencia continuó, con un aumento de 6% de los bonos y un decrecimiento de 8% de la cartera en términos reales.

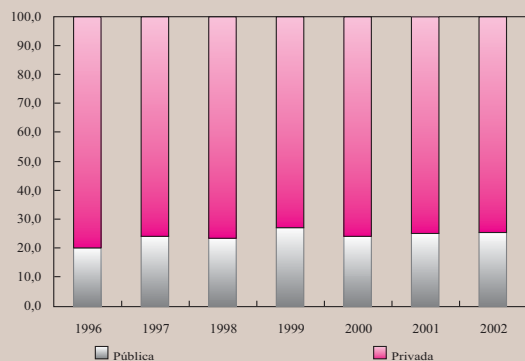
Si bien la cartera del sistema financiero otorgada al sector público ha venido decreciendo en términos reales desde 1998, hasta el año 2000 la cartera pública decreció a un ritmo inferior al que decreció la cartera total del sistema, lo que implicó un aumento de la relación entre cartera pública y cartera total. No obstante, luego de ese año la cartera pública se redujo de forma más acentuada que la cartera total, por lo cual la relación entre cartera pública y cartera total se redujo, como se observa en el Gráfico 46.

El 75% de la deuda del sector público contratada con el sistema financiero corresponde a entidades financieras privadas³⁰. El 25% restante se refiere a deuda con entidades financieras públicas. Como se observa en el Gráfico 47, la composición de la deuda pública



³⁰ Tanto para el sistema público como para el privado, la mayor parte de la deuda del sector público con el sistema financiero está contratada con los bancos (78% en el caso de las entidades públicas y 73% en el de las privadas).

GRÁFICO 47
PARTICIPACIÓN ENTIDADES PÚBLICAS Y PRIVADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria, balances de las entidades.

con el sistema financiero, por tipo de entidad se ha mantenido relativamente estable en años recientes. Entre 1996 y 2002 las entidades privadas han cedido participación a las públicas ligeramente, al pasar de tener 80% de la deuda pública con el sistema financiero a tener 75% de la misma.

No obstante, las entidades públicas se encuentran más expuestas de forma directa ante la deuda pública que las privadas, en el sentido de que el crédito otorgado al sector público representa una mayor proporción del activo de las primeras que de las segundas. Mientras que para el conjunto de entidades financieras públicas el 36% de su activo está representado en cartera y bonos del sector público, para el conjunto de entidades privadas este porcentaje es menor (24%).

En síntesis, la exposición del sistema financiero ante la deuda pública ha aumentado de forma importante durante los últimos años, principalmente a través de la compra de títulos de deuda pública. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales, especialmente los públicos, en la medida en que una mayor proporción de su activo está dedicada a créditos con el sector público. Los bancos privados, aunque tienen una menor proporción de su activo comprometida con este sector, son quienes dan cuenta de la mayor parte de la deuda pública con el sistema financiero. Asimismo, los BECH han ganado participación en años recientes, principalmente a través de la compra de bonos.

El hecho de que la exposición del sistema financiero ante el sector público haya aumentado de esta forma, hace que la estabilidad del sistema financiero dependa cada vez más del comportamiento del sector público. Por esta razón, resulta importante hacer seguimiento a la evolución del endeudamiento y de la capacidad de pago del sector público.

2. Deuda agregada del SPNF³¹

La deuda bruta del SPNF, que en diciembre del año pasado era de \$101,4 b, creció 17,7% nominal durante el los primeros nueve meses del presente año, llegando a \$119,3 b. Dicho incremento, que en términos reales fue de 11,8%, significó un aumento considerable de la deuda bruta del SPNF en relación con el PIB³², al pasar de 53,5% en 2001 a 59,8% en septiembre de 2002 (Cuadro 9).

El crecimiento de 11,8% real de la deuda bruta del SPNF durante los primeros nueve meses del año, obedeció al efecto combinado del aumento de 9,5% real de la deuda interna y de 14,0% real de la deuda externa valorada en pesos³³. Esto hizo que se revirtiera la tendencia que se venía presentando hacia mayor participación de deuda interna dentro de la deuda total. Sin embargo, como se observa en el Cuadro 9, la composición deuda interna-deuda externa sigue siendo muy pareja.

El Cuadro 10 muestra la evolución de la deuda neta del SPNF³⁴ durante los últimos siete años. Como se

³¹ La información contenida en esta sección es de carácter provisional para 1999 y 2000, y preliminar para 2001 y 2002.

³² Dado que el PIB es un flujo, mientras que la deuda es un acervo, se anualizó el PIB a septiembre. El PIB nominal del tercer trimestre de 2002 se calculó de la siguiente forma: PIB tercer trimestre de 2002 = PIB tercer trimestre de 2001 * (1 + Tasa de crecimiento anual real) * [(1 + Inflación medida por deflactor del PIB de septiembre de 2001 a junio de 2002) * (1 + Inflación medida por el IPC entre junio y septiembre de 2002) - 1].

³³ El aumento del ritmo de devaluación presentado entre los meses de junio y septiembre llevó a que la deuda externa valorada en pesos creciera de esta forma. En dólares, la deuda externa se redujo 1,8% durante los primeros tres trimestres del presente año.

³⁴ En este contexto, el término neto se refiere a la deuda pública sin tener en cuenta las obligaciones entre entidades del SPNF. Es decir, se resta de la deuda interna los bonos de la Nación en poder del resto del SPNF y los pagarés del Gobierno.

CUADRO 9
DEUDA BRUTA DEL SPNF 1/

Año	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual) 2/		
Dic-95	9,9	12,0	21,9	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8			
Dic-96	12,7	13,0	25,7	12,6	12,9	25,5	49,3	50,7	27,7	8,3	17,1
Dic-97	18,8	17,7	36,5	15,4	14,6	30,0	51,4	48,6	48,1	36,3	42,1
Dic-98	23,9	24,7	48,7	17,0	17,5	34,5	49,2	50,8	27,5	39,3	33,3
Dic-99	30,6	32,9	63,5	20,5	21,1	42,6	48,2	51,8	27,8	33,0	30,5
Dic-00	42,1	41,9	84,1	24,8	24,1	49,0	50,1	49,9	37,7	27,5	32,4
Dic-01	50,6	50,8	101,4	26,7	26,8	53,5	49,9	50,1	20,2	21,1	20,6
Sep-02	58,4	60,9	119,3	29,3	30,5	59,8	48,9	51,1	15,3	20,0	17,7

1/ No incluye: i) los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público por pasivos pensionales; ii) El pasivo pensional de la Nación con las universidades públicas territoriales; iii) los préstamos presupuestarios y acuerdos de pago que hace la Nación con otras entidades del SPNF.

2/ Para septiembre de 2002 corresponde a la tasa de crecimiento respecto a diciembre de 2001.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

CUADRO 10
DEUDA NETA DEL SPNF

Año	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB)			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal anual)		
Dic-95	7,1	12,0	19,1	8,4	14,2	22,7	37,2	62,8			
Dic-96	8,4	13,0	21,4	8,3	12,9	21,3	39,2	60,8	18,1	8,3	12,0
Dic-97	12,6	17,7	30,4	10,4	14,6	25,0	41,6	58,4	50,5	36,3	41,9
Dic-98	14,0	24,7	38,8	10,0	17,5	27,5	36,2	63,8	11,0	39,3	27,5
Dic-99	18,8	32,9	51,7	12,6	22,1	34,7	36,4	63,6	33,9	33,0	33,3
Dic-00	27,4	41,9	69,3	16,1	24,1	40,3	39,5	60,5	45,7	27,5	34,1
Dic-01	32,8	50,8	83,6	17,3	26,8	44,1	39,2	60,8	19,7	21,1	20,5
Sep-02	40,5	60,9	101,5	20,3	30,5	50,9	40,0	60,0	23,7	20,0	21,5

1/ No incluye: i) los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público por pasivos pensionales; ii) El pasivo pensional de la Nación con las universidades públicas territoriales; iii) los préstamos presupuestarios y acuerdos de pago que hace la Nación con otras entidades del SPNF.

2/ Para septiembre de 2002 corresponde a la tasa de crecimiento respecto a diciembre de 2001.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

observa en el cuadro, durante los primeros tres trimestres de 2002 la deuda neta del SPNF creció más que la deuda bruta del mismo (21,5% en términos nominales la primera, contra 17,7% nominal la segunda). Dicho comportamiento, que generó un aumento de la relación deuda neta sobre deuda bruta de 82% en diciembre del año pasado a 85% en septiembre del presente año, implica que en lo corrido de

este año se redujo la tenencia de bonos de la Nación y pagarés del Gobierno por parte del resto del SPNF.

El principal deudor dentro del SPNF es el GNC, quien representa el 86% de la deuda interna y 84% de la deuda externa del SPNF. Durante los últimos años ha venido ganando participación dentro de la deuda pública total y su forma de financiamiento principal es a través

de emisión de bonos. A continuación se presenta la evolución reciente de la deuda interna del GNC y posteriormente la evolución de la deuda externa del mismo.

3. Deuda del Gobierno Nacional Central

Durante los últimos siete años la deuda del Gobierno ha crecido mucho más rápido que los ingresos³⁵ del mismo. Mientras que la primera creció a un ritmo promedio anual de 22,7% real entre 1995 y 2001, los últimos lo hicieron a una tasa promedio anual de 5,9% real. Dicho aumento no proporcional de las dos variables hizo que la relación Deuda / Ingresos del GNC pasara de 120,4% en diciembre de 1995 a 305,2% en septiembre de 2002³⁶. Como se observa en el Cuadro 11, no hay una relación directa y clara entre el crecimiento de la deuda y el de los ingresos del Gobierno. Esto indica que el riesgo para los acreedores del Gobierno ha venido aumentando, en la medida en que ante un choque adverso que afecte su solvencia, el GNC tiene menor capacidad de cubrir sus obligaciones a partir de sus ingresos.

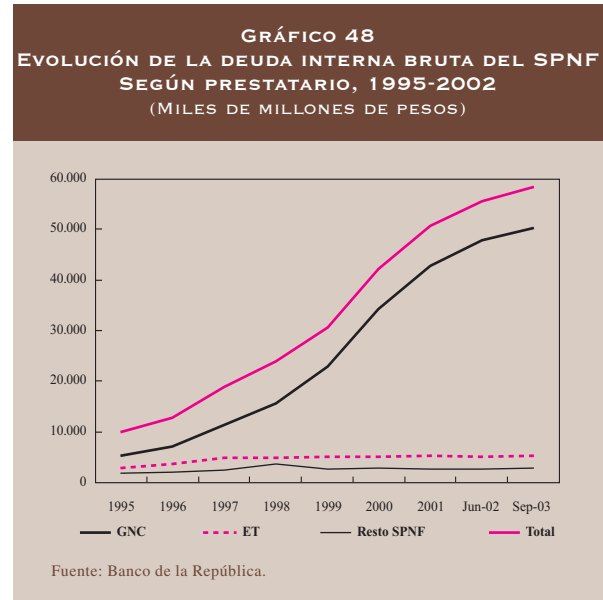
³⁵ Ingresos totales del Gobierno, incluyen ingresos corrientes y no corrientes.

³⁶ Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato correspondiente a ingresos a septiembre de 2002 se anualiza.

A continuación se presenta la evolución de la deuda interna y externa del Gobierno durante los últimos siete años.

a. Deuda interna del Gobierno Nacional Central

Como se observa en el Gráfico 48, durante los últimos siete años la deuda del GNC es la que más ha crecido y guiado la evolución de la deuda interna bruta del SPNF. Luego de representar cerca del 50% de la deuda interna total en 1995, llegó a significar el 84%



CUADRO 11
DEUDA VS. INGRESOS DEL GNC

Año	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / Ingresos	Crecimiento	
				Deuda	Ingresos
	(Miles de millones)			(Porcentaje)	
1995	11.560	9.600	120,4		
1996	14.452	12.140	119,0	2,8	4,0
1997	21.778	15.238	142,9	28,0	6,6
1998	31.231	16.880	185,0	22,9	(5,1)
1999	45.487	20.164	225,6	33,3	9,4
2000	66.157	23.197	285,2	33,7	5,8
2001	84.411	28.942	291,7	18,5	15,9
2002 (*)	89.719	28.395	305,2	1,4	(3,5)

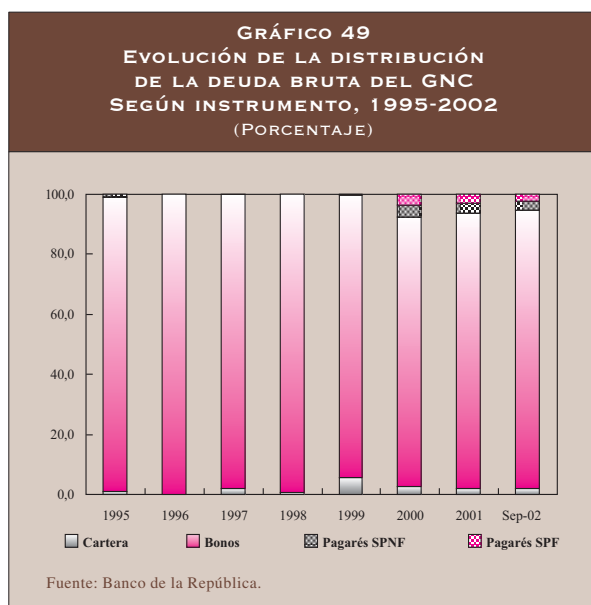
(*) Septiembre de 2002

Fuente: Banco de la República, SGEE.

de la misma en 2001 y 86% en septiembre de 2002. Por su parte, las entidades territoriales y el resto del sector público han ido perdiendo participación de forma progresiva. Las entidades territoriales pasaron de representar 29% de la deuda interna en 1995 a 9% de la misma en septiembre de 2002, mientras que el resto del sector público pasó de 18% a 5% en el mismo lapso.

Como ya se mencionó, la forma de financiamiento privilegiada por el GNC durante los últimos años ha sido la emisión de títulos de deuda pública. A nivel interno, 93% de la deuda del GNC corresponde a bonos, 5% a pagarés del Gobierno y solamente 2% corresponde a cartera con el sistema financiero doméstico. El Gráfico 49 presenta la evolución de la distribución de la deuda interna bruta del GNC, según instrumento, entre 1995 y septiembre de 2002. Como se observa, la composición por instrumento de deuda ha sido muy estable en años recientes: la emisión de bonos ha dado cuenta de más del 90% del acervo de deuda interna del Gobierno, mientras que la cartera con el sistema financiero doméstico ha jugado un papel discreto en la financiación del mismo. Es importante señalar que mientras que la participación de los bonos en el total de la deuda interna del Gobierno ha permanecido estable, el monto de deuda en bonos ha crecido de forma sustancial.

Dentro de los bonos, los TES B han jugado un papel muy importante como instrumento de deuda pública



interna. Desde 1997 estos títulos de deuda pública han venido representando en promedio 80% de la deuda interna del Gobierno. Por esa 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 12 muestra un cálculo de la tasa de rendimientos nominales implícita de los TES B entre 1996 y 2001. Como se observa, la tasa de rendimiento real implícita de estos títulos aumentó de forma considerable entre 1998 y 1999, al pasar de 8% a 20%, y durante los últimos tres años se mantuvo en ese nivel. Si bien esto no indica necesariamente que el mercado ha venido percibiendo un riesgo creciente de la deuda pública, sí implica que el servicio de la deuda pública ha venido aumentando por efecto precio y por efecto cantidad, lo cual hace que el Gobierno deba dedicar una proporción creciente de sus ingresos al servicio de su deuda, y ello lo hace más vulnerable ante eventuales choques que afecten su solvencia.

b. Deuda externa del Gobierno Nacional Central

Al igual que en el caso de la deuda interna, la mayor parte de la deuda externa del SPNF se debe al GNC, que en septiembre de 2002 daba cuenta de 84% de la misma. Si bien entre 1995 y 2001 el GNC ganó participación dentro de la deuda externa del SPNF, durante los primeros nueve meses de este año mantuvo

CUADRO 12
TASA DE RENDIMIENTOS IMPLÍCITA DE LOS TES B 1/
(1996-2001)

Año	Rendimiento (Miles de millones)	saldo	Tasa	
			Implícita 2/ (Porcentaje)	Real
1995	536	3.864		
1996	1.160	5.897	30	8
1997	1.636	9.614	28	10
1998	2.407	13.856	25	8
1999	4.098	20.100	30	20
2000	5.556	26.772	28	19
2001	7.306	33.367	27	20

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

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

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

su participación en un nivel similar al que tenía en diciembre de 2001 (Gráfico 50).

Si bien el saldo en dólares de la deuda externa del Gobierno se redujo durante los primeros nueve meses del presente año en 1,8%, al pasar de US\$18,2 miles de millones (mm) a US\$17,9 mm, su deuda externa valorada en pesos creció 15,1% en términos reales en el mismo lapso, debido a la alta devaluación presentada durante el tercer trimestre de 2002.

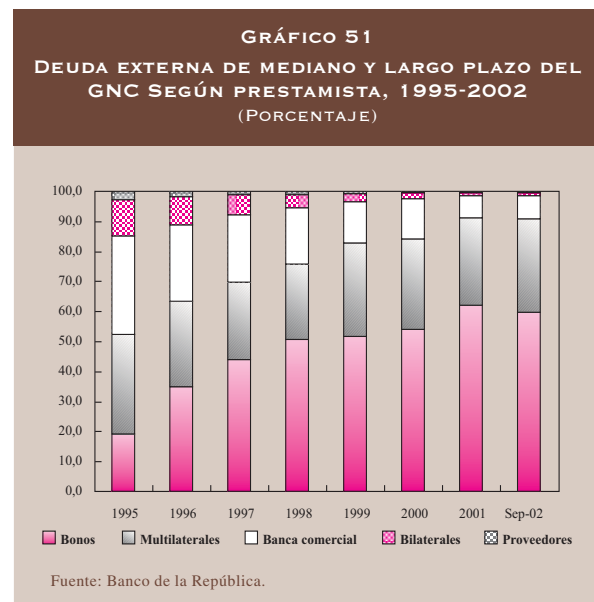
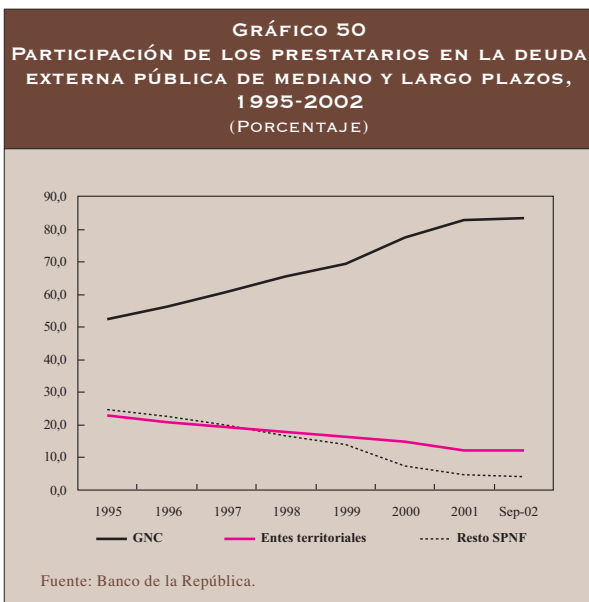
Por su parte, si bien los bonos externos siguen siendo el principal instrumento de financiación externa del Gobierno, estos perdieron importancia relativa frente a otros instrumentos de deuda durante los tres primeros trimestres de 2002, aunque de forma muy leve. Dichos bonos pasaron de representar 62% de la deuda externa del Gobierno en diciembre del año pasado, a 60% de la misma en septiembre del presente año. Esto se debió a que durante el primer semestre del año el Gobierno no emitió bonos externos y se realizaron dos "swaps" importantes de deuda externa por interna. La reducción de la participación de bonos del Gobierno dentro de la deuda externa fue ganada por organismos multilaterales, que pasaron de representar 29% de la deuda externa del Gobierno a 31% de la misma. La banca comercial, bilaterales y proveedores mantuvieron su participación durante el primer semestre del año (Gráfico 51).

Así mismo, las condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados por el sector público con el exterior siguieron la tendencia a la mejoría que venían presentando desde 2001. Aumentó ligeramente el período promedio de gracia de los préstamos, a la vez que aumentó el período promedio de amortización. Por su parte, la tasa de interés nominal promedio de los mismos se redujo notablemente, al pasar de 9,4% en 2001 a 5,9% durante el primer semestre de 2002 (Cuadro 13). Es importante señalar que buena parte de la reducción de la tasa de interés nominal promedio se debe al hecho que durante los primeros seis meses de este año no se emitieron bonos externos por parte del sector público³⁷. Los préstamos durante este período se contrataron con proveedores, banca comercial y organismos multilaterales, primordialmente.

En síntesis, pese a que la deuda externa del Gobierno en dólares se redujo durante los primeros nueve meses del año, la deuda externa valorada en pesos creció de forma importante debido al acelerado ritmo de devaluación del tercer trimestre de 2002.

El efecto combinado de aumento de la deuda interna y externa, hizo que la deuda total del Gobierno se incrementara 13,4% en términos reales en lo corrido del presente año.

³⁷ Hasta el mes de octubre sólo se ha emitido un bono externo este año.



CUADRO 13
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 (*)	727	2,2	6,5	5,9

(*) Primer semestre de 2002.

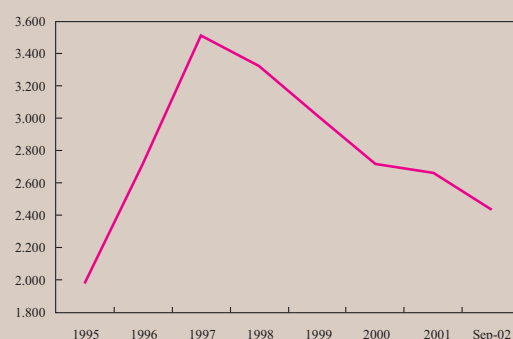
Fuente: Banco de la República, SGEE.

4. Deuda territorial

La deuda territorial con las entidades financieras tuvo un leve descenso en los primeros nueve meses del año al pasar de representar \$3,4 b en diciembre de 2001 a \$3,3 b en septiembre de 2002³⁸ (Gráfico 52). En términos reales este cambio muestra una disminución de 8,6% con respecto al saldo en diciembre de 2001, significando tan solo una leve caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de la cartera del sistema financiero, al pasar de representar 6,9% en diciembre de 2001 a 6,5% en septiembre de 2002. Esto se debió a que la cartera del sistema financiero también disminuyó en términos reales durante los primeros nueve meses del año. Es interesante notar que por primera vez desde 1998, la contracción de la deuda territorial se produce a una tasa mayor que la de la cartera total del sistema financiero (Gráfico 53).

³⁸ El cálculo de la deuda territorial solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluye las empresas municipales y departamentales, ni las entidades municipales y departamentales de seguridad social, entre 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 septiembre de 2002 a \$784 mm.

GRÁFICO 52
DEUDA TERRITORIAL CON EL SISTEMA FINANCIERO
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE 1998)



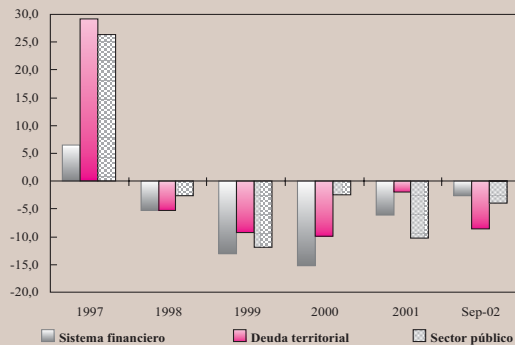
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

a. Endeudamiento y calidad³⁹

Durante el primer semestre del año, la calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría con respecto a los años anteriores. La participación de

³⁹ 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 Superbancaria por las entidades financieras.

GRÁFICO 53
CRECIMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO DE
LOS ENTES TERRITORIALES, EL SECTOR PÚBLICO
Y LA CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



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

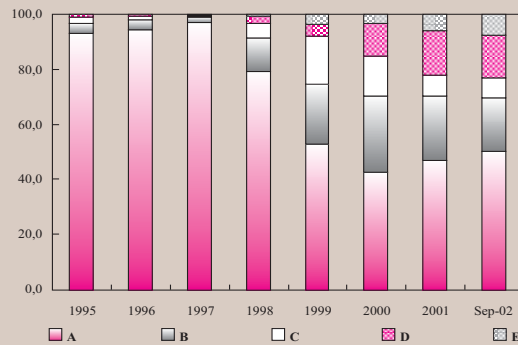
las deudas con una calificación de *A* aumentó tres puntos porcentuales desde diciembre del año pasado, alcanzando a representar el 50% de la deuda territorial en septiembre de 2002. Se observa que desde el inicio de la recuperación de la calidad de la cartera, la calificación de los créditos se ha movido hacia los extremos, ya sea hacia la más alta *A* o hacia las calificaciones más bajas *D* y *E* (Gráfico 54).

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 la Ley 550 de 1999 y la Ley 617 de 2000⁴⁰. Bajo la primera, se han reestructurado pasivos por el equivalente a \$2 b hasta agosto de 2002, siendo la ciudad de Barranquilla la principal beneficiaria, con \$633 mm en deuda reestructurada⁴¹. La segunda ley ha permitido que 36 municipios y ocho gobernaciones hayan reestructurado \$1,4 b en deudas hasta septiembre de 2002, un aumento de \$200

⁴⁰ 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.

⁴¹ Para este dato específico, los pasivos de las entidades territoriales incluyen las deudas con el sistema financiero, las deudas laborales y pensionales, y las deudas a los proveedores, entre otros.

GRÁFICO 54
CALIDAD DE LA CARTERA DE LOS TERRITORIOS
(PORCENTAJE)



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

mm con respecto a diciembre del año pasado, de los cuales un billón cuentan con una garantía del 40% por parte del Gobierno. Además de esto, el Gobierno ha respaldado en un 100% deudas nuevas por un monto de \$388 mm para el ajuste fiscal de los municipios y territorios.

La reforma tributaria de 2000 también tuvo un impacto sobre la calidad de la deuda territorial al autorizar retiros del Fondo de Ahorro de Estabilización Petrolera (FAEP), por una sola vez, para el pago de la deuda vigente al 29 de diciembre de 2000 de los departamentos y municipios⁴². Con base en esta figura se han retirado US\$218 m desde diciembre de 2001, de los cuales US\$169 m han sido monetizados hasta finales de septiembre de 2002. Esto significa que el equivalente al 14% de la deuda de los territorios con el sistema financiero a septiembre de 2002 ha ingresado a la economía para saldar sus deudas.

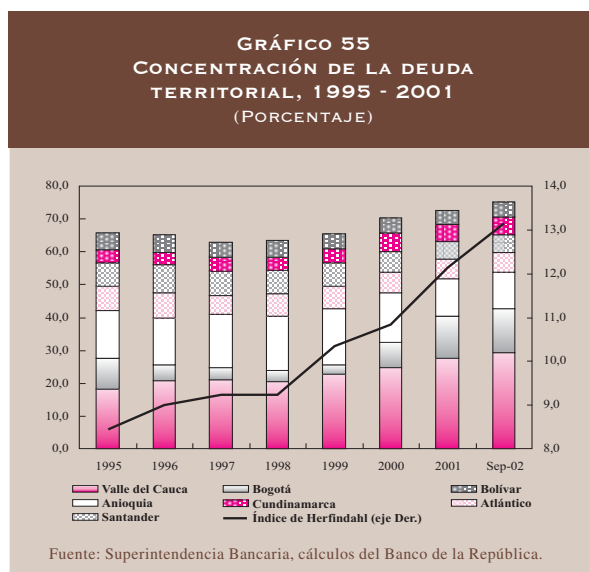
Es importante resaltar que a pesar de la mejoría en la calidad de la deuda territorial, ésta aún es inferior a la calidad de la deuda del sector público. Los créditos de mejor calidad para el sector público represen-

⁴² 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.

taron el 61% del endeudamiento público con el sistema financiero para el final de septiembre de 2002, once puntos porcentuales por encima de la participación de la cartera de tipo A para la deuda territorial.

Los siete territorios más endeudados con el sistema financiero, incluyendo a Bogotá, aumentaron su participación en la deuda total de los territorios durante los primeros nueve meses del año, al pasar de representar el 73% de la deuda territorial en diciembre de 2001 a 75% en junio del presente año⁴³. Este incremento se debió principalmente a que la deuda del Valle del Cauca aumentó su participación en la deuda territorial total en dos puntos porcentuales durante el mismo período de tiempo. A septiembre de 2002, el departamento del Valle del Cauca concentraba el 29% de la deuda total de los territorios.

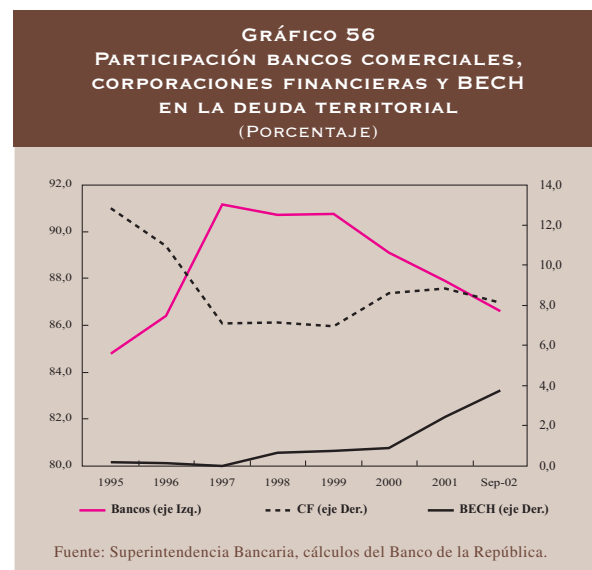
Si se toma el índice de Herfindahl como una medida de la concentración de la deuda, se observa que la territorial ha seguido concentrándose en unas pocas regiones durante los primeros nueve meses del año, al mostrar un incremento en el índice de 12% en diciembre de 2001 a 13% en septiembre del año en curso (Gráfico 55). A pesar de que el índice de



⁴³ 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.

Herfindahl muestra una moderada concentración de la deuda territorial, lo mismo no es cierto para los acreedores de los territorios⁴⁴. 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 repartido equitativamente entre varias entidades financieras. Sin embargo, al consolidar los créditos otorgados por las entidades financieras que componen el grupo Aval se observa que concentra el 36% de los créditos otorgados a las entidades territoriales. Esto representa un alto porcentaje, si se tiene en cuenta que los activos del grupo Aval representaban el 22% de los activos del sistema financiero en septiembre de 2002.

Los bancos comerciales son los principales prestamistas de las entidades territoriales al representar el 87% de los recursos otorgados, seguidos por las corporaciones financieras (8,1%) y los BECH (3,8%). En el Gráfico 56 se observa que desde 1999 los bancos comerciales han disminuido su participación en cuatro puntos porcentuales y que las corporaciones financie-



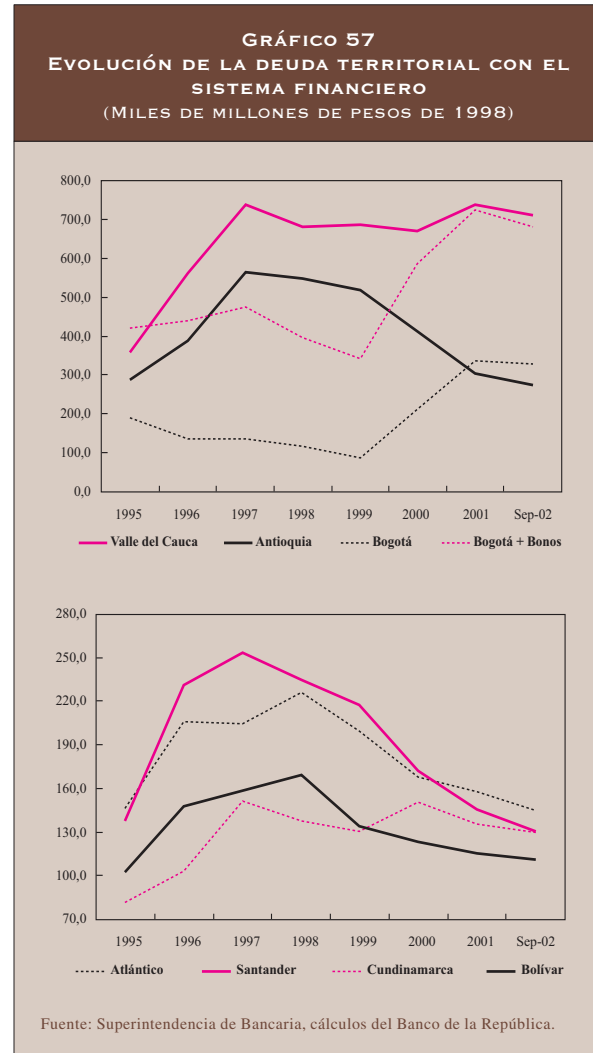
⁴⁴ Bajo estándares internacionales, un mercado con un indicador superior al 10%, pero inferior al 18%, es considerado moderadamente concentrado. Mercados con índices mayores que 18% se consideran como concentrados y cualquier cambio de 1% en el índice bajo este tipo de mercados genera preocupaciones monopólicas.

ras aumentaron su participación hasta diciembre de 2001, cuando alcanzaron a representar el 8,8% de los préstamos otorgados a las regiones, para luego decrecer durante los primeros nueve meses del año. En el gráfico también se observa que desde 1997 los BECH han venido aumentando gradualmente su participación.

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 los primeros nueve meses de 2002. El acervo de deuda del Valle del Cauca a septiembre de 2002 ascendía a \$711 mm de 1998, una disminución de 3,6% en términos reales con respecto a diciembre del año pasado (Gráfico 57). 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, para disminuir 0,9% en términos reales durante los primeros nueve meses de 2002. Este hecho es tranquilizante si se tiene en cuenta que durante 2001 el endeudamiento de Cali aumentó 25% en términos reales.

En el Gráfico 57 también se puede observar que Antioquia dejó de ser el segundo territorio más endeudado, para ser superado por Bogotá. El endeudamiento de Antioquia continuó disminuyendo en el año 2002, pero a una tasa menor que la observada durante el año anterior (10,1% frente a 26,4%). Es importante resaltar que durante los primeros tres trimestres del año, la deuda de Bogotá decreció a un ritmo ligeramente menor que el de Antioquia, quebrando así su crecimiento desde 1999. Esto es cierto aun si se incluye la deuda en bonos del distrito, la cual disminuyó 8,6% en términos reales durante el mismo período, alcanzando los \$354 mm de 1998. Al considerar la deuda en bonos y los créditos otorgados por el sistema financiero a Bogotá, se observa que la deuda de este territorio es cercana al nivel de la deuda del Valle del Cauca. Durante los primeros nueve meses del año, la deuda de Bogotá y del Valle del Cauca ha empezado a descender.



Los siguientes cuatro territorios con mayor acervo de deuda a septiembre de 2002 (Atlántico, Santander, Cundinamarca y Bolívar) han continuado contrayendo su nivel de endeudamiento, pero a una tasa inferior o igual a la observada durante el año anterior. En promedio, los cuatro territorios disminuyeron su deuda con el sistema financiero en 6,5% hasta septiembre de 2002 en términos reales (Gráfico 57).

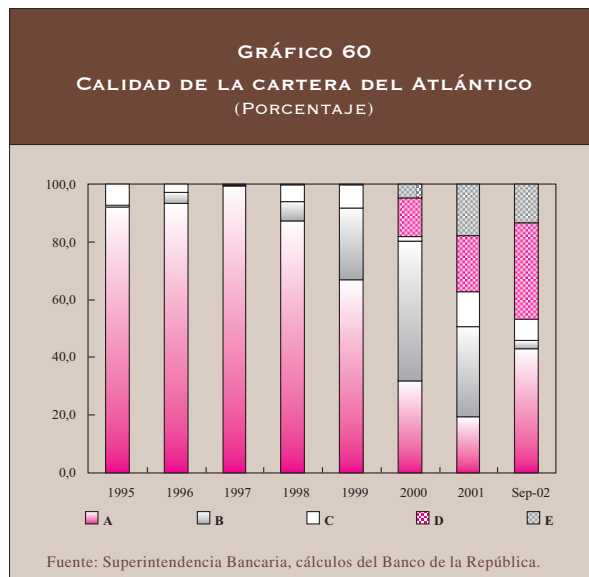
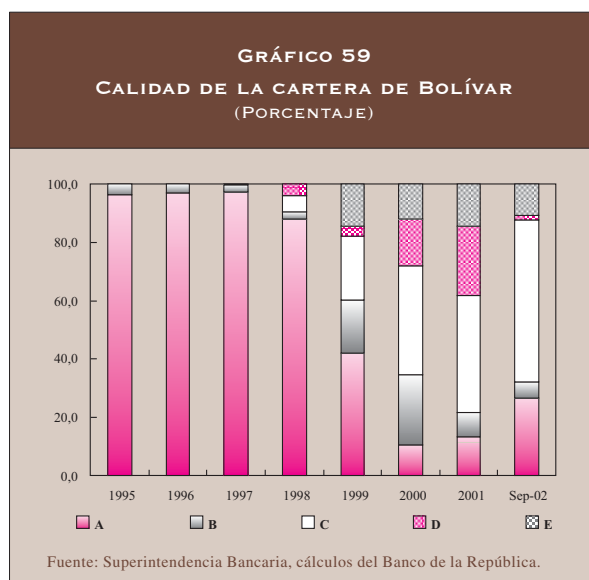
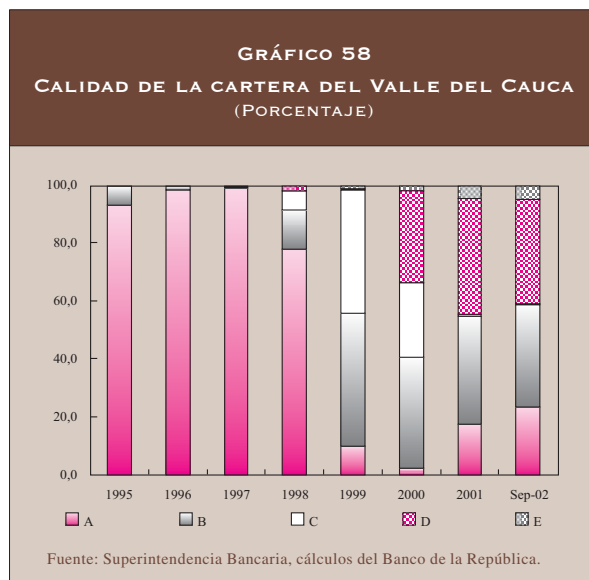
Entre los territorios más endeudados con el sistema financiero, el Valle del Cauca y Bolívar continúan mostrando los peores indicadores de calidad de la deuda. Sin embargo, éstas han mejorado levemente con respecto a diciembre del año pasado para los dos territorios. El primero presentó un aumento de seis puntos porcentuales en la participación de los créditos de tipo A hasta septiembre de 2002, con lo cual el 24% de los créditos están calificados con base en esta

categoría. Al considerar las deudas con una calificación superior a *B*, la participación asciende a 59%, un aumento de cuatro puntos porcentuales frente a diciembre del año pasado (Gráfico 58).

Bolívar, al igual que en el reporte anterior, continúa siendo el territorio con la peor calidad de deuda, a pesar del crecimiento observado de 12 puntos porcentuales en la participación de los créditos de tipo *A* durante los primeros nueve meses de 2002, alcanzando a representar el 25% de la deuda total del territorio para el final de septiembre. Además de la baja participación de los créditos con una calificación de *A*, en Bolívar se observa que más de la mitad de los créditos otorgados al territorio tienen una calificación de *C* (53% de la deuda total del territorio), los cuales ya han presentado insuficiencia en sus pagos y son considerados de riesgo apreciable por el sistema financiero. Sin embargo, durante los primeros nueve meses del año se observa que la participación de las deudas con una calificación inferior a *C* se ha reducido en 27 puntos porcentuales y en septiembre representaba menos de la mitad de la participación observada al final del año pasado (Gráfico 59).

La calidad de la deuda de Antioquia mejoró marginalmente durante los primeros tres trimestres del año, al aumentar la participación de los créditos con una calificación de *A* de 46% en diciembre del año pasado a 50% en septiembre de 2002. El endeudamiento de Bogotá, al igual que durante los años anteriores, continúa siendo considerado por el sistema financiero como de la mejor calidad, y por lo tanto, la totalidad de la deuda tiene una calificación de *A*.

Por último, la deuda del Atlántico presentó la mayor mejora en la calidad de su deuda durante los primeros nueve meses del año, al registrar un aumento de 24 puntos porcentuales en la participación de los créditos con una calificación de *A* (Gráfico 60). Sin embargo, simultáneamente se observó un aumento en la participación de los créditos con una calificación de *D* (de 19% en diciembre de 2001 a 33% en septiembre de 2002), llevando a que el 54% de la deuda del Atlántico tenga una calificación inferior a *B*. La mejoría en la calidad de la deuda de Atlántico se debe



principalmente a la reestructuración de las deudas de Barranquilla, como se había mencionado anteriormente.

b. 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 totales⁴⁵. 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.

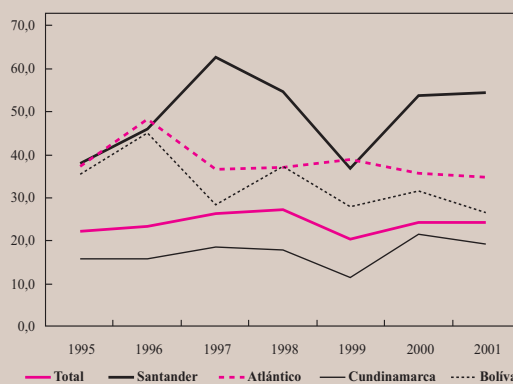
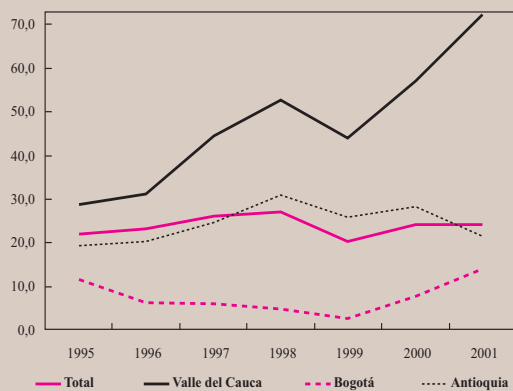
De los siete territorios más endeudados con el sistema financiero, la mayoría presentó una estabilización en el indicador de deuda a ingreso durante el año 2001 o un leve descenso con respecto al año anterior. Las únicas excepciones a este comportamiento fueron los territorios del Valle del Cauca y Bogotá, quienes crecieron 15 y seis puntos porcentuales, respectivamente, durante 2001.

El caso del Valle del Cauca es preocupante si se tiene en cuenta que para diciembre de 2001 su endeudamiento fue equivalente al 72% de los ingresos del territorio, un aumento de 15 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2000. Esta es la relación más alta de deuda a ingresos desde 1995 entre los territorios más endeudados con el sistema financiero (Gráfico 61). La desmejora en el indicador se debe principalmente a una caída en los ingresos del territorio de 13% en términos reales durante 2001, además del incremento del endeudamiento en 10% durante el mismo año. Al analizar la fuente de los ingresos del Valle del Cauca, se observa que en términos reales los ingresos de capital⁴⁶ se redujeron a menos de la mitad del valor que tenían en 2000, los cuales en promedio han representado una cuarta parte de los ingresos del territorio.

⁴⁵ 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 dicha información está disponible hasta diciembre de 2001.

⁴⁶ Los ingresos de capital incluyen los préstamos acordados con las entidades financieras, la venta de activos, excedentes de las empresas municipales o departamentales, entre otros.

GRÁFICO 61
DEUDA TERRITORIAL COMO PORCENTAJE DEL INGRESO REGIONAL



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

Bogotá a pesar de presentar un aumento de seis puntos porcentuales en su indicador de deuda a ingreso, aún mantiene el nivel más bajo del indicador entre los territorios más endeudados con el sistema financiero (14% en diciembre de 2001). El comportamiento del indicador se debió al aumento de 59% de la deuda de Bogotá en términos reales durante 2001, mientras los ingresos totales descendieron 12% durante el mismo período.

Los territorios de Antioquia y Bolívar lograron disminuir levemente el nivel de su indicador durante 2001. Para el primero, la relación de deuda-ingreso se redujo en siete puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2000, ubicándose en 21% para diciembre de 2001, ligeramente por debajo del indicador para la totalidad de la deuda territorial. La disminu-

ción en la relación se debió principalmente a la caída de 26% en términos reales del endeudamiento de Antioquia durante el año pasado.

Para el territorio de Bolívar, la relación de deuda a ingreso se redujo en cinco puntos porcentuales debido a una disminución en su endeudamiento de 6,3% y a un aumento de 12% en términos reales de los ingresos del territorio. Entre los territorios más endeudados, fue el único que presentó un aumento en sus ingresos totales durante el año 2001, determinado por un incremento de 17% en los ingresos no tributarios a lo largo de 2001.

La deuda per cápita de los territorios se redujo para seis de los siete departamentos más endeudados con el sistema financiero y también para la totalidad de

la deuda territorial durante los primeros nueve meses del año (Gráfico 62). La deuda total per cápita de los territorios disminuyó 4,7%. El Valle del Cauca fue el único territorio, entre los siete más endeudados, que presentó un aumento en su deuda per cápita. Es importante resaltar la estabilización de la deuda per cápita de Bogotá entre diciembre del año pasado y septiembre del actual, después del vertiginoso aumento observado entre 1999 y 2001.

5. Conclusiones

Como se mostró a lo largo de esta sección, la exposición del sistema financiero ante el sector público aumentó considerablemente durante los últimos siete años. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales, especialmente los públicos, puesto que son las entidades del sector financiero que tienen una mayor proporción de su activo destinado a cartera y bonos del sector público. Los bancos privados, si bien tienen una relación entre crédito con el sector público y activo menor, son quienes tienen mayor acervo de deuda pública en sus balances. Por su parte, los BECH aumentaron de forma importante su tenencia de títulos públicos en años recientes, por lo que son otras entidades en posición de vulnerabilidad frente al comportamiento de la solvencia del sector público.

A su vez, la deuda pública del Gobierno ha venido creciendo a un ritmo acelerado durante los últimos años. El mayor problema de que esto haya sucedido es que los ingresos del Gobierno han crecido a un ritmo mucho menor que aquel al cual lo ha hecho la deuda, lo que hace que el GNC pueda generar mayores niveles de riesgo para sus acreedores.

Buena parte de ese riesgo se materializó durante los meses de julio y agosto del presente año, cuando se presentó una situación de estrés en el mercado secundario de títulos públicos. Dicha situación, que llevó a un aumento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública, generó pérdidas a varios sectores de la economía, entre ellos al sector financiero. Sin embargo, hay que resaltar que el choque ocurrido no generó problemas de inestabilidad al conjunto del sistema financiero ni llevó a problemas de solvencia al Gobierno.



No obstante, lo anterior resalta la importancia de que el Gobierno cumpla con sus compromisos de ajuste fiscal que devuelva la confianza a los mercados.

La deuda territorial se redujo durante los primeros nueve meses del año en términos reales, sin embargo, su participación dentro de la cartera del sistema financiero se mantuvo en 7%.

La reestructuración de las deudas bajo la Ley 550 de 1999 y la Ley 617 de 2000 ha permitido que mejore notablemente la calidad de la deuda territorial. Estas medidas han mostrado su efectividad para reducir el riesgo enfrentado por las entidades financieras.

El Valle del Cauca es el territorio más endeudado con el sistema financiero y continúa siendo uno de los principales riesgos, mostrando una desmejora en la relación de deuda-ingreso durante 2001. Sin embargo, durante el mismo período de tiempo y los primeros nueve meses de 2002, se ha observado una mejoría en la calidad de su deuda y un leve descenso en términos reales de su endeudamiento.

El endeudamiento de Bogotá es el segundo más alto de los territorios, sin embargo, quebró su tendencia creciente observada desde 1999, para disminuir levemente durante los primeros seis meses del año. Este hecho es tranquilizante ya que los ingresos totales de Bogotá continuaron decreciendo durante 2001.

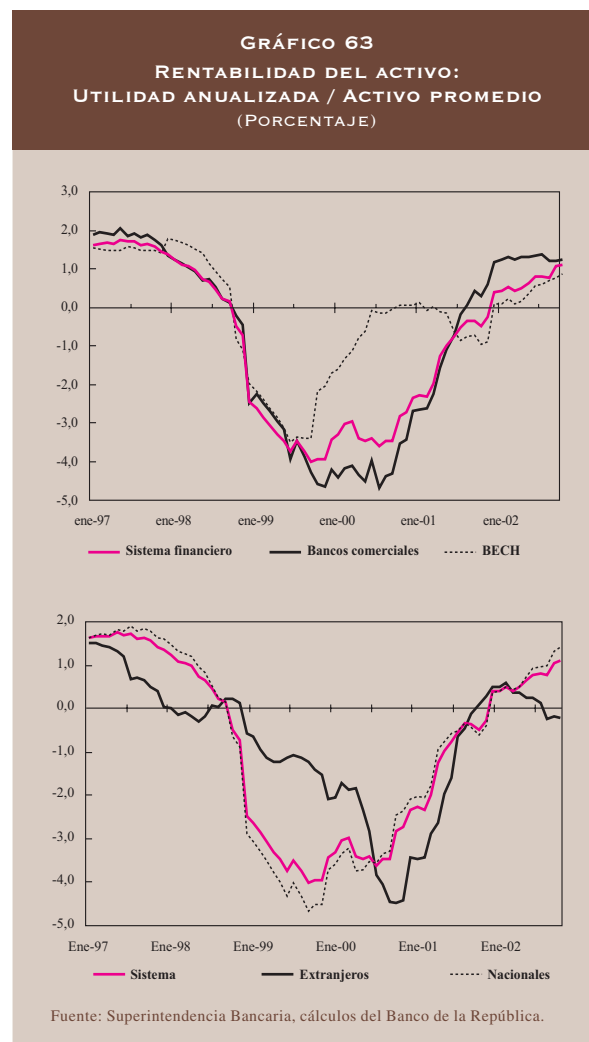
SECTOR FINANCIERO

El presente capítulo tiene como objetivo el análisis descriptivo de la situación del sistema financiero durante los primeros 10 meses de 2002. Para tal fin, se tienen en cuenta indicadores relacionados con la rentabilidad del sistema, con la exposición al riesgo de crédito y la solidez patrimonial, y con la evolución de activos y pasivos del sistema. De igual manera, se hace alusión al posible impacto que tendría la nueva carga impositiva en el sistema financiero. Para alcanzar este propósito, se utilizará información proveniente de la Superbancaria.

A. RENTABILIDAD

El sistema financiero como un todo empezó a arrojar utilidades positivas anualizadas a partir de diciembre de 2001, luego de más de tres años continuos de pérdidas. Al analizar el indicador de rentabilidad del activo (utilidad / activo promedio) es posible afirmar que dicha recuperación ha estado jalonada, en su mayoría, por los bancos nacionales.

En efecto, en el Gráfico 63 se observa que la rentabilidad de los BECH se mantiene por debajo de la de los bancos comerciales en lo corrido del año 2002. Para este período, la rentabilidad promedio de los BECH es de 0,44%, la de los bancos comerciales es de 1,27% y la del total del sistema alcanza 0,70%. Esta diferencia en rentabilidades entre los BECH y los bancos comerciales se explica en buena parte por los problemas en la calidad de la cartera hipotecaria que se vienen presentando desde mediados del año 2000 (véase la segunda parte del presente capítulo).



Por otra parte, la división de las entidades entre extranjeras y nacionales permite ver un deterioro en la rentabilidad anualizada de las primeras durante 2002. Este hecho contrasta con la tendencia que viene mostrando el resto del sistema durante el mismo período. Es así como en enero de 2002, la rentabilidad de los extranjeros era superior a la de los nacionales (0,51% contra 0,40%, respectivamente), pero esta situación se invierte a partir de marzo. Para octubre, los nacio-

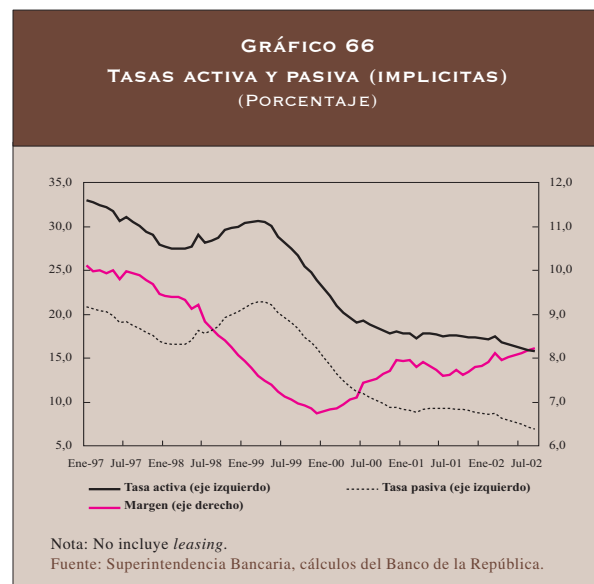
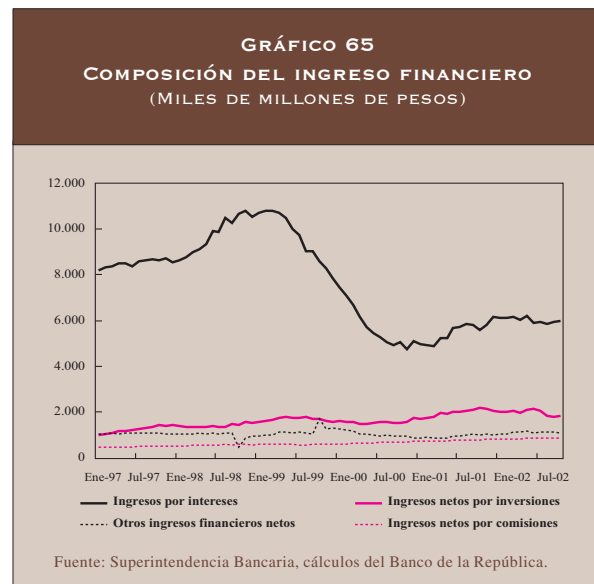
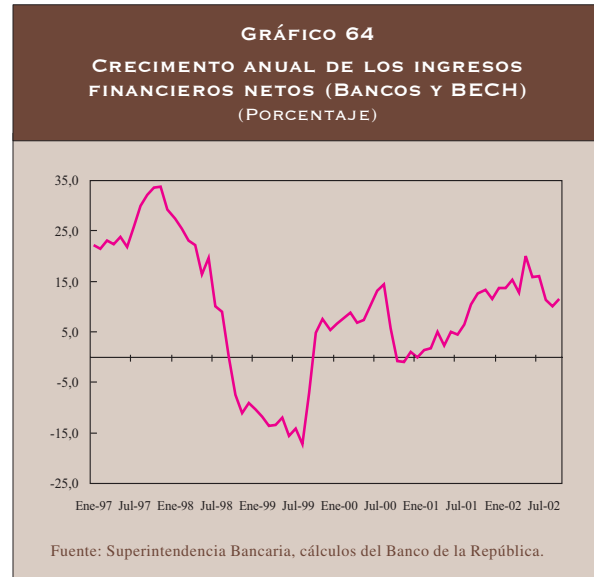
nales superan a los extranjeros en 1,6 puntos porcentuales (1,41% contra -0,21%).

Buena parte de la recuperación en la rentabilidad del sistema se puede atribuir al crecimiento positivo que han alcanzado los ingresos financieros netos de bancos comerciales y BECH desde principios de 2001. En efecto, al observar el Gráfico 64 se encuentra que desde septiembre de 2001 los ingresos financieros netos han crecido a tasas superiores al 10%. Al descomponer la fuente de ingresos financieros del total del sistema, se ve en el Gráfico 65 que los rubros de ingresos por intereses y los ingresos por comisiones son los que más han aumentado en el último año.

Por otro lado, los ingresos por inversiones que venían mostrando un comportamiento relativamente estable con un promedio mensual de \$170 mm entre julio de 2001 e igual mes de 2002, sufrieron una pronunciada caída en el mes de agosto, alcanzando -\$29 mm. Esta caída se debió en su mayoría a la reducción de los precios de los títulos TES en los meses de julio y agosto (véase Anexo 1). Sin embargo, desde el mes de septiembre los ingresos por inversiones volvieron a repuntar, alcanzando cerca de \$ 99 mm en dicho mes y \$ 245 mm en octubre.

Otra manera de evaluar la gestión de las entidades financieras con respecto a su rentabilidad está relacionada con el margen obtenido por la labor de intermediación. De esta forma, se construyeron tasas activas y pasivas implícitas⁴⁷, con el fin de conocer el ingreso por un peso de cartera colocado y el costo de un peso captado. En el Gráfico 66 se aprecian las tasas activa y pasiva implícitas, al igual que el margen entre estas dos. Claramente se observa una disminución notable tanto en los ingresos por un peso de colocaciones como en el costo por peso captado. Dicha disminución ha provocado que la tasa activa se encuentre en niveles del 15,7%, y la tasa pasiva alcance el 6,9% en septiembre de 2002.

⁴⁷ La metodología usada para el cálculo de las tasas implícitas y del margen de intermediación corresponde al margen A2 que se puede consultar en Janna, M.; Loboguerrero, A.; López, A. y Muñoz, S. (2001). "Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano, 1996-2001", en *Banco de la República*, Borradores de Economía, No. 182.



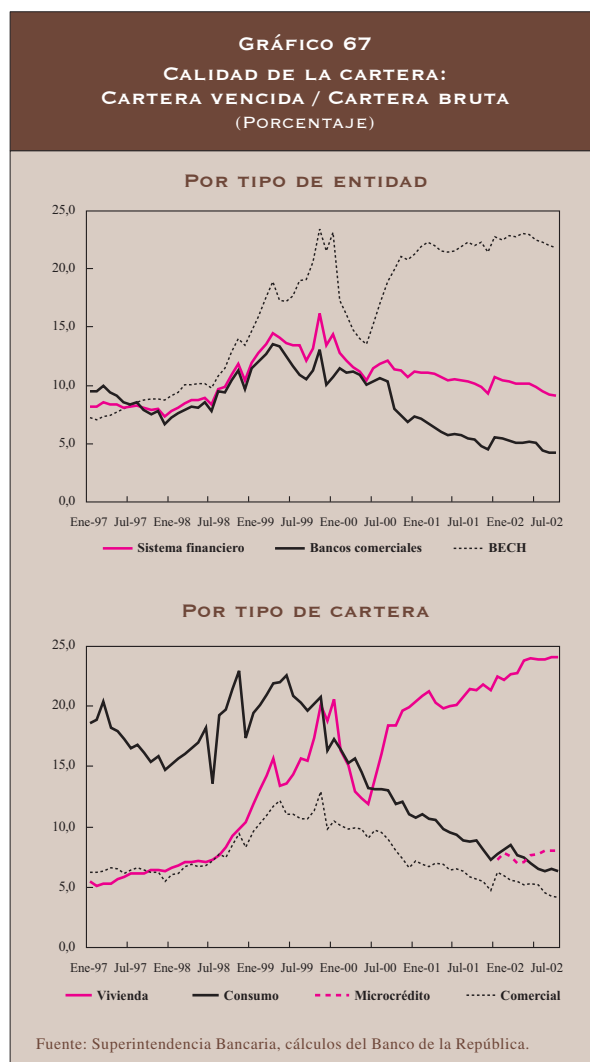
El margen de intermediación muestra un descenso constante desde 1997, hasta alcanzar el mínimo valor en diciembre de 1999 (6,73%). A partir de esta fecha, se evidencia una recuperación en el margen, que se ha mantenido hasta el año 2002. Entre octubre de 2001 y septiembre de 2002, el margen se ha incrementado de 7,6% a 8,2%, lo que muestra una mejora en los ingresos netos derivados de la labor de intermediación financiera.

B. EXPOSICIÓN AL RIESGO DE CRÉDITO Y SOLIDEZ PATRIMONIAL

Con el fin de analizar la exposición del sistema financiero al riesgo de crédito, se analizan dos tipos de indicadores. El primero, es un indicador de calidad de la cartera y se construye como la proporción de la cartera vencida o riesgosa con respecto al total de la cartera bruta. El segundo es un indicador de cubrimiento de cartera, entendido como la relación de provisiones a cartera vencida o riesgosa.

Un análisis consolidado de la calidad de la cartera de todo el sistema, muestra que se ha continuado con el saneamiento que se venía observando desde finales del año 2000. Este hecho ha permitido que se reduzcan los niveles de cartera vencida en 2,2 puntos porcentuales entre octubre de 2000 y octubre de 2002, lo que ha permitido que este indicador se establezca alrededor del 9,1%.

La calidad de la cartera de los BECH sigue mostrando niveles preocupantes. Si bien la proporción de cartera vencida no ha aumentado durante los primeros 10 meses de 2002, su nivel continúa siendo excesivamente alto, cercano al 22%. Claramente, esta situación se debe a los problemas de calidad que enfrenta la cartera hipotecaria, principal activo de los BECH. El Gráfico 67 ilustra este hecho. Es necesario notar, sin embargo, que a partir de mayo la proporción de cartera vencida ha venido bajando lentamente, lo que muestra una mejora en la tendencia creciente de principios de año.



Es posible advertir también que la exposición de los bancos comerciales al riesgo de crédito continuó con su senda decreciente durante 2002. En efecto, estas entidades presentan niveles de cartera vencida históricamente bajos, cerca del 5% del total de la cartera.

En el caso de la cartera comercial, la cartera vencida se reduce de 6,3% a 4,2% en lo corrido del presente año, mientras que en el caso de la cartera de consumo, el indicador de calidad pasó de 7,8% a 6,4% en este mismo periodo, mostrando niveles significativamente bajos para esta cartera que, históricamente, ha evidenciado problemas de calidad.

Como se mencionó anteriormente, la situación de la calidad de la cartera hipotecaria es la menos satisfactoria de todas, no sólo por sus altos niveles, sino porque su tendencia sigue mostrando incrementos. El

Gráfico 67 muestra cómo, entre octubre de 2001 y de 2002, la calidad de dicha cartera se ha deteriorado en 2,8%, situándose en 24% en octubre del presente año.

La nueva categoría de cartera implementada por la Superbancaria a partir de 2002, la cartera de microcréditos, presenta un comportamiento relativamente estable entre enero y octubre. En efecto, dichos préstamos iniciaron el año con un porcentaje de vencimientos de 7,3%, y a octubre exhiben un nivel de 8,1%.

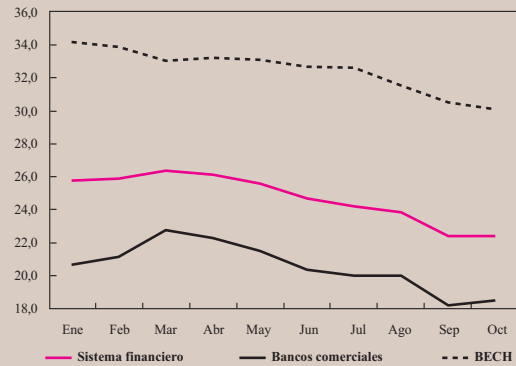
A partir de 2002, la Superbancaria estableció nuevos criterios para la medición y contabilización de la cartera riesgosa, que no dependen exclusivamente de la cantidad de créditos vencidos⁴⁸. Por esta razón, se clasificó la cartera según su nivel de riesgo en cinco categorías diferentes. El Gráfico 68, muestra que el sistema financiero ha visto reducidos sus niveles de riesgo crediticio entre enero y octubre, confirmando lo observado con el indicador de cartera vencida. Este patrón también se observa en el caso de los bancos comerciales y de los BECH, en donde la reducción durante este mismo período ha sido de 2,2% y 4,1%, respectivamente.

Una vez observada la calidad de la cartera, es conveniente conocer la evolución del cubrimiento que están realizando las entidades financieras frente al riesgo de crédito. Con este fin, vale la pena analizar la relación entre provisiones y cartera vencida o riesgosa.

De acuerdo con el Gráfico 69, el cubrimiento de la cartera ha mejorado entre enero y octubre de 2002. En efecto, cuando se toma la relación entre provisio-

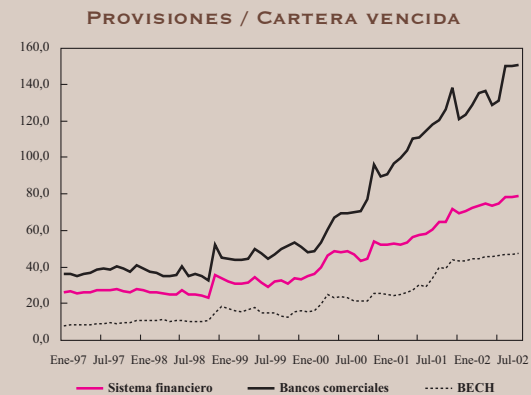
⁴⁸ Hasta antes que la Circular Externa 050 de octubre de 2001 de la Superbancaria entrara en vigencia, el único criterio de categorización de la cartera estaba basado en los meses de mora, para el caso de la cartera de consumo e hipotecaria. En cuanto a la cartera comercial, se incluían además otros criterios a la hora de determinar el grado de riesgo que representaba para la entidad. Después de esta fecha, se determinó que toda la cartera riesgosa se clasificaría según el modelo de sistema de administración de riesgo crediticio (SARC) homologado de cada entidad. En caso de que el SARC se encuentre objetado o no esté en plena operación, un criterio suficiente para clasificar la cartera son sus meses de mora, además de otros factores que puedan tener incidencia en el nivel de riesgo crediticio que representa.

GRÁFICO 68
PROPORCIÓN DE LA CARTERA RIESGOSA SOBRE CARTERA BRUTA, 2002
 (PORCENTAJE)

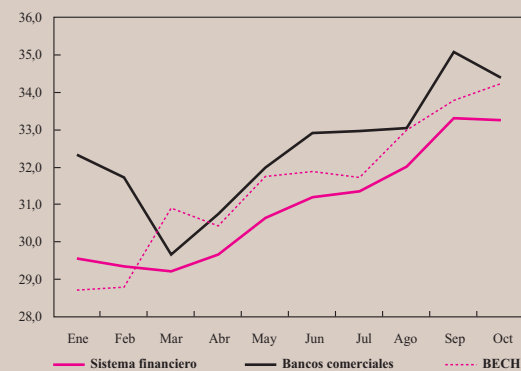


Nota: Incluye cartera calificada como B, C, D y E.
 Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 69
CUBRIMIENTO DE CARTERA
 (PORCENTAJE)



PROVISIONES / CARTERA RIESGOSA (2002)



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

nes y cartera vencida, es posible notar un incremento de 69% a 79% en dicho indicador para la totalidad del sistema. En el caso de bancos comerciales y BECH, también se observa una tendencia creciente durante el mismo período.

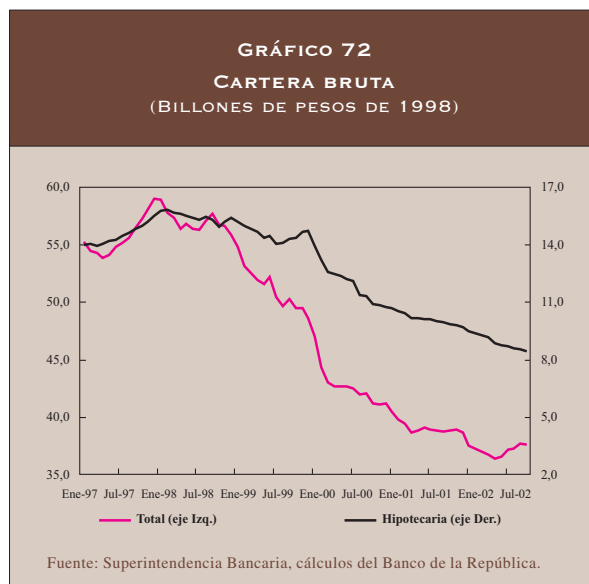
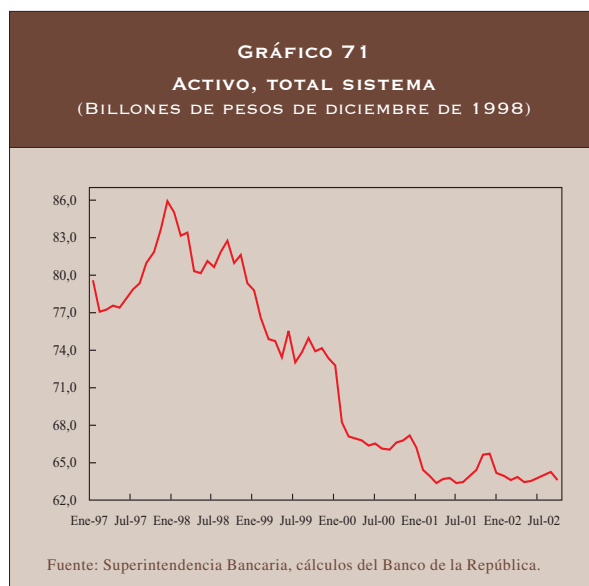
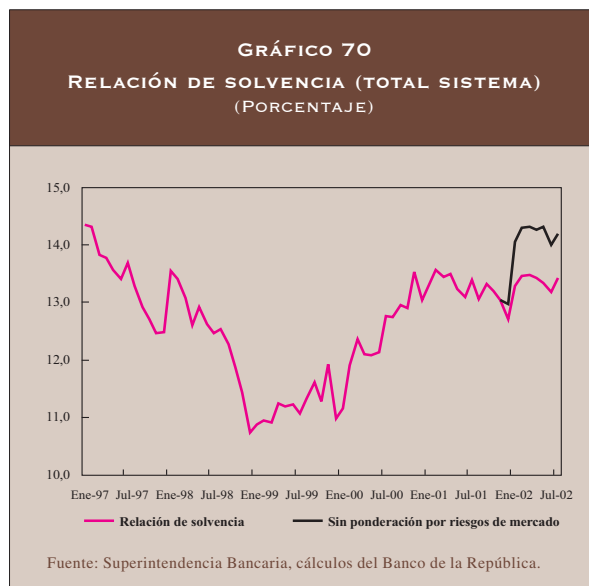
El indicador de provisiones sobre cartera riesgosa, también ha mejorado durante el año 2002. Cabe resaltar que este indicador otorga información complementaria al de provisiones sobre cartera vencida, pues el concepto de cartera riesgosa presenta información adicional referente al el nivel de riesgo de crédito que enfrenta la entidad. Por lo tanto, al observar el Gráfico 69, se puede afirmar que si bien el cubrimiento de cartera de los BECH es inferior al de los bancos comerciales durante buena parte de 2002, no es cierto que existan diferencias significativas (como sí lo muestra las provisiones sobre cartera vencida) en el nivel de cubrimiento de estos dos tipos de entidades.

Para estudiar la solvencia del sistema financiero, y determinar si el nivel de su patrimonio es consistente con los activos de éste, vale la pena analizar el indicador de relación de solvencia (medida como la relación entre patrimonio técnico y los activos ponderados por riesgo). El Gráfico 70 muestra que la relación de solvencia ha sido en promedio 13,3% en los primeros siete meses de 2002, 4,3 puntos por encima del nivel mínimo exigido por la Superintendencia Bancaria.

C. EVOLUCIÓN DE ACTIVOS, PASIVOS Y OPERACIONES FUERA DE BALANCE

A continuación se analiza la evolución de ciertas variables agregadas del sistema financiero, con el propósito de comprender las principales tendencias del crecimiento de éste. Para tal fin, se estudian indicadores relacionados con activos, pasivos y operaciones con derivados.

Los gráficos 71 y 72 muestran la evolución del total de activos y de la cartera bruta para el total del sistema. A diferencia del comportamiento evidenciado en el segundo semestre de 2001, la cartera bruta y los



activos siguieron tendencias semejantes durante los 10 primeros meses de 2002. En efecto, en el presente año, los activos se redujeron levemente durante los primeros cinco meses del año (pasando de \$64,2 b de 1998 en enero, a \$63,4 b en mayo), para luego aumentar durante los cuatro meses siguientes. El comportamiento de la cartera bruta, por su parte, muestra una reducción de \$1,2 b entre enero y mayo, y un repunte entre mayo y octubre de \$1,3 b. Cerca de la mitad de la caída registrada al principio del año se debe al descenso continuo que se evidencia en la cartera hipotecaria en este período (\$0,6 b).

Al analizar las tasas de crecimiento del crédito por tipo de entidad (Gráfico 73), se observa que, pese al incremento de cartera mencionado anteriormente, estas tasas siguen siendo negativas en términos reales para el sistema, aunque para el caso de los bancos comerciales se observa un crecimiento positivo desde julio de 2002, con niveles que alcanzan 2% real para octubre. Cabe mencionar que es la primera vez desde enero de 1999 que los bancos comerciales registran aumentos reales en su cartera.

Lo anterior apunta a un incremento en la participación de la cartera en el total de activos del sistema. Cabe recordar que la cartera venía perdiendo peso en los activos totales desde el primer trimestre de 1999. Aunque su recuperación es aún pequeña, es importante resaltar que es la primera vez desde esta fecha que se observa un cambio en la tendencia tan marcado en la reorientación del activo hacia el crédito (Gráfico 74).

Cuando se analiza la evolución de las inversiones del sistema financiero, es posible ver una estabilización de su nivel alrededor de \$17,4 b del año 1998 durante la primera mitad de 2002. En el Gráfico 75, se observa incluso un pequeño repunte en junio de 2002. Esta dinámica de los primeros seis meses es consistente con la tendencia que venían mostrando las inversiones desde 1999.

En el caso del pasivo, se advierte en el Gráfico 76, un relativo estancamiento en las captaciones del total del sistema financiero. Durante 2002, el monto de depósitos pasó de \$43,0 b en enero a \$42,9 b en octu-

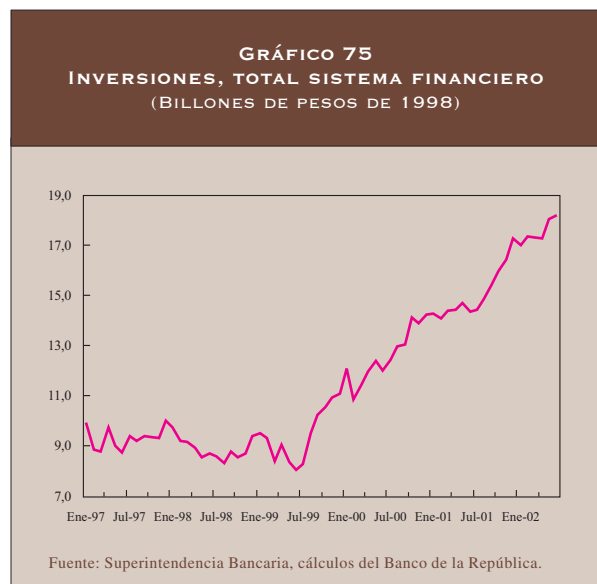
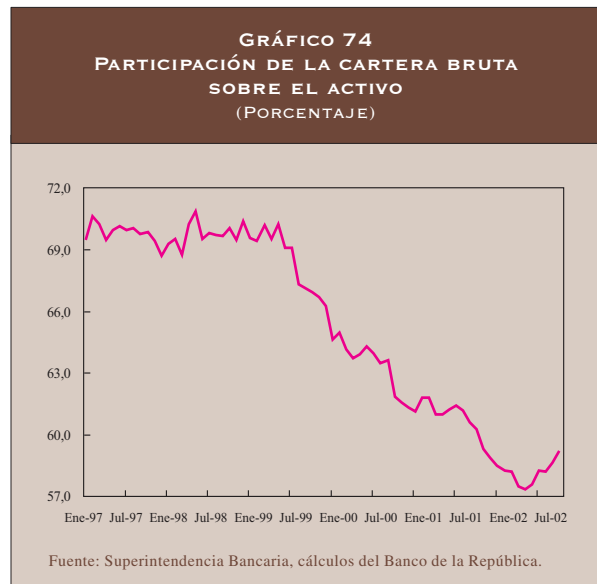
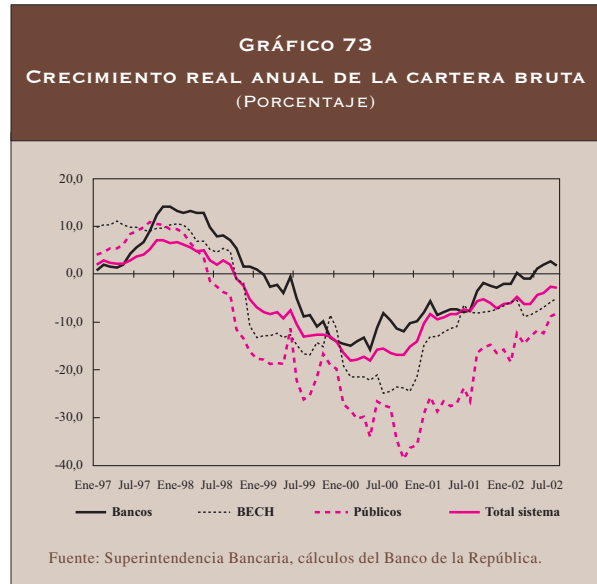
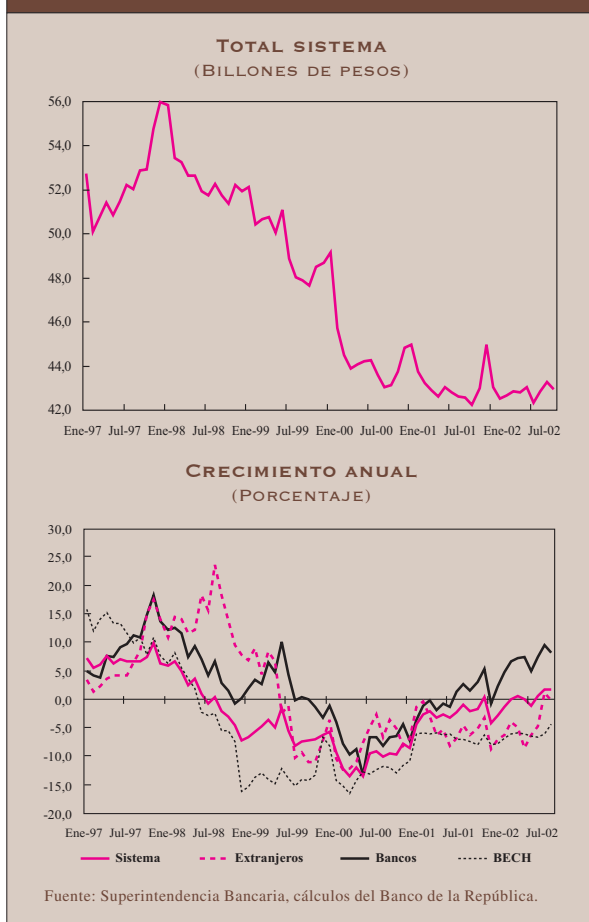


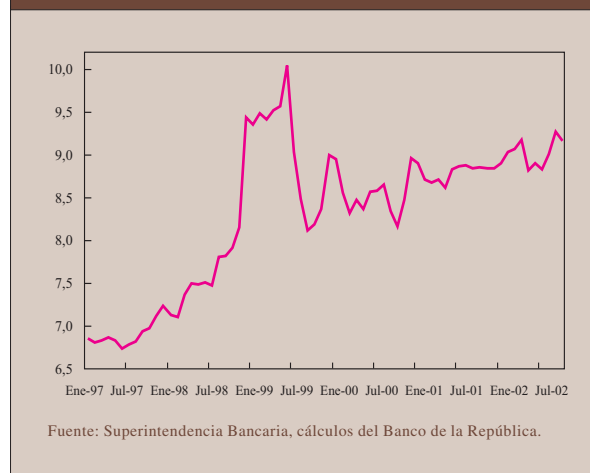
GRÁFICO 76
CAPTACIONES EN PESOS DE DICIEMBRE DE 1998



bre, lo que implica una tasa real de crecimiento prácticamente nula. Sin embargo, al analizar las tasas de crecimiento de los depósitos por diferentes clases de entidades se observa un comportamiento disímil. Por ejemplo, las captaciones de los bancos comerciales han crecido a tasas promedio de 6,4% anual entre enero y octubre, mientras que las entidades extranjeras apenas muestran crecimientos positivos a partir de septiembre de este año. En el caso de los BECH, sus captaciones siguen mostrando crecimientos negativos (-4,4% en el mes de octubre).

Una vez analizada la evolución de los activos y pasivos del sistema, resulta conveniente determinar el nivel de apalancamiento que presentan las entidades. En el Gráfico 77 se observa que la relación de los activos a patrimonio se ha mantenido relativamente constante alrededor de \$9 de activo por cada peso de

GRÁFICO 77
APALANCAMIENTO: ACTIVO/ PATRIMONIO (PORCENTAJE)

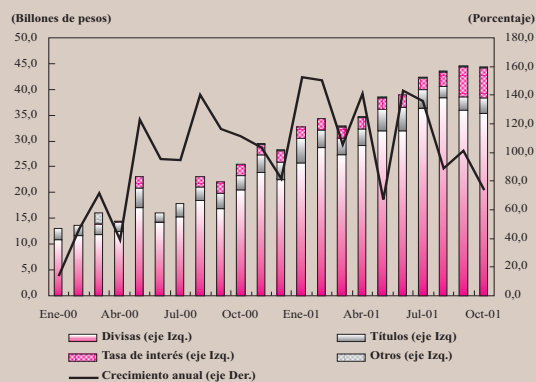


patrimonio durante lo corrido de 2002. Este valor es levemente superior al promedio de \$8,8 que se registró en el segundo semestre de 2001.

Es posible concluir entonces que dado un pequeño repunte en el activo, causado más por un incremento en la cartera que por un incremento en inversiones, el patrimonio ha respondido en igual forma, lo que ha permitido mantener un nivel de apalancamiento sin mayores variaciones.

Por último, conviene analizar la evolución que han tenido las operaciones con derivados del sistema financiero. Este análisis es relevante en la medida en que muestra qué tanto se ha desarrollado el mercado financiero en los últimos tiempos, y al mismo tiempo refleja qué tan expuestas pueden estar las entidades de crédito a riesgos que no se derivan únicamente del negocio de manejo de cartera. El Gráfico 78 revela el elevado crecimiento que han tenido las operaciones con derivados desde principios de 2001. Es posible apreciar una tasa anual de crecimiento superior al 40% desde febrero de 2001, que incluso alcanza valores de 153% para febrero de 2002. Es por esta razón que para octubre de 2002, las operaciones con derivados ascienden a un monto total de \$44,2 b, mientras que en enero de 2001 apenas alcanzaban \$13 b. Esta evolución muestra un alto dinamismo en el uso de este tipo de instrumentos financieros.

GRÁFICO 78
OPERACIONES CON DERIVADOS
(PORCENTAJE)



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

Un estudio más detallado de las operaciones realizadas con derivados señala que la mayor cantidad está relacionada con operaciones de divisas. Desde enero de 2002, dichas operaciones han representado, en promedio, cerca del 83% (\$32,0 b) del total. Las operaciones efectuadas con títulos y las relacionadas con tasas de interés han sido menos importantes alcanzando montos de \$3,1 b y \$5,9 b, respectivamente, en octubre. Si bien el incremento en el uso de dichos instrumentos abre la posibilidad de que las entidades financieras tengan mayores posibilidades de diversificar sus fuentes de ingresos, también las expone a nuevos riesgos de mercado como variaciones inesperadas en la tasa de cambio, en los precios de los títulos, o en las tasas de interés.

SENSIBILIDAD DE LOS BECH ANTE CAMBIOS EN LA TASA DE INTERÉS

Como bien se sabe, el negocio de la banca especializada en cartera hipotecaria ha presentado históricamente una exposición elevada a los riesgos de liquidez y de tasa de interés, dada la transformación de plazos excesivamente alta entre sus captaciones y sus colocaciones.

Con el fin de analizar la vulnerabilidad de este sector ante posibles cambios futuros en las tasas de interés, se realizó un ejercicio que muestra cómo se afectarían los ingresos y egresos por intereses de un balance simplificado de las entidades, ante choques en la tasa de interés DTF.

La idea del ejercicio es medir cuánto es el costo (beneficio) adicional que obtendrían las entidades ante variaciones en la tasa de interés DTF (variaciones de una sola vez que se mantienen por un año).

Para tal fin, se supuso que los activos y pasivos que están atados directamente a la DTF generarían ingresos y egresos adicionales en el momento mismo en que esta tasa suba.

Los activos y pasivos que están pactados a tasa fija o a (unidad de valor constante) UVR más un margen fijo, no generan ingresos o egresos adicionales a no ser que se actualice su precio.

Se supuso también que, para cada activo y pasivo que no esté atado a la DTF, una proporción fija del acervo tiene una actualización de su precio mensualmente. Por ejemplo, si la madurez promedio de la cartera de consumo es de 36 meses, es de suponer que cada mes, 1/36 de dicha cartera se vence y ese mismo monto se vuelve a colocar a una nueva tasa ajustada por el incremento en DTF.

Por lo tanto, un mes después del choque, 1/36 de la cartera de consumo genera ingresos adicionales por concepto del incremento en la tasa de interés. Para el segundo mes, ya habrá 2/36 del

acervo total de cartera de consumo que se encuentran pactados a una tasa nueva más alta. Para el tercer mes habrá 3/36, y así sucesivamente.

A continuación se presenta la clasificación de activos y pasivos utilizados en esta simulación, discriminándolos por el tipo de tasa de interés con la cual están pactados los contratos. También se muestra la respectiva madurez con la que se calcula a qué proporción del acervo inicial se le actualiza su precio cada mes.

	Tipo de tasa	Madurez
Activo		
Cartera comercial	Atada a la DTF	
Cartera hipotecaria	Fija	180 meses
Cartera consumo	Fija	36 meses
Cartera microcrédito	Fija	15 meses
Pasivo		
CDT	Fija	1, 3, 6 y 12 meses
Cta. de ahorros	Variable: La tasa cambia en la misma proporción que la DTF	

Nota: Se estimó la proporción de CDT a diferentes plazos con base en información sobre la brecha de liquidez del sistema calculada por la Superintendencia Bancaria.

No se consideraron las cuentas corrientes en la parte pasiva ya que se supuso que estas rinden 0%, luego, su costo para la entidad no varía ante cambios en la DTF.

Se consideraron cuatro posibles choques a la DTF de agosto: uno de 100 pb, 150 pb, 200 pb y 300 pb. El impacto de estos choques sobre los ingresos de los BECH sería el siguiente:

PÉRDIDAS ANUALES ANTE AUMENTOS EN LA DTF
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	100 pb	150 pb	200 pb	300 pb
	62,6	93,8	124,9	186,8

Considerando una utilidad anualizada a agosto de \$164,4 mm, es posible afirmar que el conjunto de BECH como un todo podría resistir un choque en la DTF superior a 200 pb pero inferior a los 300 antes de presentar pérdidas.

Sin embargo, la estructura de plazos de cada entidad así como la desigual distribución de las utilidades entre entidades hace que ciertos BECH sean más vulnerables que otros. La simulación realizada permite afirmar que bajo ciertos escenarios extremos, cerca del 30% de las entidades no resistirían un choque de 100 pb en la DTF sin arrojar pérdidas, mientras que cerca del 50% podrían enfrentar choques hasta de 300 pb antes de mostrar utilidades negativas.

D. IMPACTO DE NUEVOS IMPUESTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

La nueva carga tributaria que el Gobierno Nacional está implementando o que piensa incluir en la próxima reforma tributaria, puede tener impactos directos importantes en el sistema financiero. Por esta razón, a continuación se cuantifican los efectos de dos impuestos concretos sobre las entidades: el impuesto al patrimonio, y la inclusión de los Repos en la base gravable del impuesto al tres por mil.

El impuesto para preservar la seguridad democrática se paga una sola vez, y se calcula como el 1,2% del patrimonio líquido. Para el caso de los establecimientos de crédito, este impuesto es del orden de \$114 mm, cifra que equivale al 19% de las utilidades del sistema en el año completo a agosto de 2002.

En cuanto al proyecto de reforma tributaria, se contempla que los Repos del sistema financiero con el sector real paguen el impuesto del tres por mil. De aprobarse la medida, el costo que tendrían que pagar las entidades financieras en 12 meses, podría ser del orden de la tercera parte de sus utilidades anuales. Sin embargo, en este costo no se va a incurrir, pues lo más probable es que este tipo de operaciones se marchite. Por ejemplo, su tasa de interés a un día, incluyendo el impuesto, superaría el 100%, y a 30 días sería casi del doble de lo que hoy se reconoce.

E. CONCLUSIONES

El sistema financiero presenta utilidades positivas anualizadas por primera vez desde que se desató la crisis financiera a finales de 1998. La rentabilidad del activo, por lo tanto, ha vuelto a ser positiva, aunque todavía no alcanza los niveles de 1996 y 1997. Dicha recuperación es más evidente en los bancos nacionales que en los extranjeros.

De igual forma se observa una relativa estabilidad en los ingresos por intereses y por inversiones en gran

parte de 2002. Este hecho, junto con una mejora con respecto al período de 1999 a 2001 en el margen de intermediación financiera, sugiere que el sistema financiero está regresando a sus tradicionales niveles de rentabilidad.

Se evidencia también una leve recuperación en el nivel de cartera del sistema después de mayo de 2002. Pese a que es aún muy temprano para asegurar que se trata de una reactivación significativa del crédito, sí se puede afirmar que es la primera vez en cerca de cuatro años que entidades como los bancos comerciales muestran tasas de crecimiento positivas en el otorgamiento del crédito. De continuar la tendencia que viene mostrando el total del sistema, es posible que éste como un todo, registre también tasas positivas en los próximos meses.

Esta recuperación, se ha visto acompañada de leves reducciones en el riesgo de crédito que enfrenta el sistema. En efecto, la proporción de cartera vencida sobre el total de la cartera bruta, se ha reducido lentamente desde agosto de 2001. De nuevo, el comportamiento de dicho indicador varía de acuerdo con el tipo de entidad que se considere. Por ejemplo, es claro que los BECH presentan niveles de cartera vencida más altos que los bancos comerciales, aunque su comportamiento ha mejorado en los últimos cinco meses.

Esta persistencia en el riesgo de crédito se ha visto acompañada de una mejora en el cubrimiento de cartera y el mantenimiento de buenos niveles de solvencia en el sistema financiero, lo cual confirma las tendencias que se venían observando desde el segundo semestre de 2001.

Los BECH continúan mostrando una elevada exposición al riesgo de tasa de interés, como consecuencia de la transformación de plazos excesivamente alta que presenta su actividad de intermediación. Con el fin de cuantificar dicha exposición, se realizó un sencillo ejercicio, el cual evidenció que, el conjunto de BECH como un todo podría resistir un choque superior a 200 pb pero inferior a 300 en la DTF antes que sus utilidades anuales a agosto se agoten. Claramente, los resultados varían entre entidades, dadas las

diferencias en las estructuras de plazos de sus balances y de las diferencias en las utilidades obtenidas.

Adicionalmente a la sensibilidad que pueda presentar la solidez del sistema financiero ante cambios en las condiciones de la deuda pública, o de la capacidad de pago del sector corporativo privado o de los hogares, el incremento acelerado de las operaciones de derivados en el último año y medio ha aumentado significativamente la exposición del sistema frente a otros riesgos. Si bien la masificación en el uso de estos instrumentos refleja un mayor desarrollo del sistema financiero, también puede generar una mayor sensibilidad de éste frente a condiciones adversas en mercados diferentes al crediticio, como, por ejemplo, el de divisas o títulos.

La exposición del sistema financiero ante la deuda pública ha aumentado de forma importante durante la última década. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales. Dentro de estos, se destaca el hecho que los bancos públicos tienen una mayor parte de su activo destinado a crédito al sector público que los bancos privados. No obstante, el acervo de deuda pública de estos últimos es considerablemente mayor que aquel que presentan en sus balances los bancos comerciales públicos. La participación del crédito al sector público en el activo de los BECH también ha crecido en años recientes de forma rápida, lo cual hace que estas entidades también estén en posición de vulnerabilidad frente a la solvencia del SPNF.

Como se mencionó en el reporte anterior, el riesgo que el sector público representa para el sistema financiero aumentó en años recientes. Parte de ese riesgo se materializó durante los pasados meses de julio y agosto cuando se presentaron problemas de liquidez en el mercado secundario de títulos públicos. Dichos problemas de liquidez llevaron a que algunas entidades financieras presentaran pérdidas por valoración de inversiones, pero no generaron problemas de inestabilidad financiera ni de solvencia al sector público.

Lo anterior pone de relieve la importancia que tiene el ajuste fiscal del Gobierno, de modo que se reduz-

ca el acervo de deuda pública y aumenten los ingresos públicos, a la vez que aumente la confianza de los mercados.

La participación de la deuda territorial dentro de los activos del sistema financiero se mantuvo constante durante el primer semestre de 2002, a pesar de haber reducido su monto durante el mismo período de tiempo. La calidad de la deuda continuó su proceso de recuperación y la capacidad de pago de los territorios más endeudados se estabilizó en los niveles de 2000. La única excepción a este comportamiento fue el territorio del Valle del Cauca, quien aumentó su deuda con el sistema financiero durante los primeros seis meses del año, aun después de haber enfrentado una reducción en sus ingresos durante 2001. En la actualidad, la deuda territorial es un riesgo menor para el sistema financiero con respecto a hace seis meses, pero aún continúa siendo significativo.

En lo que se refiere a la exposición del sistema financiero frente a la deuda de los hogares, se observa una relativa estabilidad de las proporciones de dicha deuda frente al total, junto con una pequeña reducción del acervo y una leve mejora en la calidad de esta cartera. La evolución de la futura demanda de crédito del sector, es aún incierta dados los resultados ambiguos de las expectativas de los consumidores, la evolución de los ingresos de los asalariados y las tasas de desempleo. Estos hechos componen los resultados más relevantes relacionados con la evolución de la deuda privada no corporativa durante lo corrido de 2002.

La exposición del sector financiero a la cartera del sector corporativo privado se ha reducido desde 1998 y permanece estable entre marzo y junio de 2002. La calidad de la cartera de los principales deudores presenta una evolución positiva (aún con niveles inferiores a los registrados en 1998) y una menor concentración. Este comportamiento se observó también en la desagregación por sector económico, donde se destaca por su alta participación la industria manufacturera, y por conservar aun un bajo nivel en calidad la construcción.

La evolución del sector corporativo ha mejorado considerablemente desde 1999 tanto en rentabilidad como en presión financiera. Sin embargo, los niveles de endeudamiento hasta diciembre de 2001 se mantienen en niveles similares a los observados en el período de crisis de 1998 a 1999. Esta exposición es especialmente fuerte en las empresas productoras de bienes no transables las cuales aún no presentan indicadores sólidos, dado su elevado endeudamiento en moneda extranjera y la alta sensibilidad de sus egresos financieros a choques en tasa de interés y de cambio.

El sector financiero puede verse afectado indirectamente por la devaluación en el tipo de cambio ocurrida en el tercer trimestre del año 2002, a través del deterioro que los indicadores de las empresas mostraron en este trimestre. Tal como se anotó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior, la exposición del sector real a las variaciones en el tipo de cambio se concentró en las empresas productoras de bienes no transables, gracias a su alto en-

deudamiento en moneda extranjera, bajo crecimiento en ventas y a su nivel negativo en rentabilidad mostrado desde 1997.

Por parte del sector corporativo, puede esperarse que aumente marginalmente la demanda de crédito al sistema financiero, lo que en principio no generaría presiones significativas sobre este último.

En síntesis, tanto los balances del sistema financiero como los de sus clientes privados han venido mejorando, aunque de forma lenta. Sin embargo, ambos sectores continúan expuestos a choques de variables macroeconómicas.

Se puede decir que los mayores riesgos que afronta el sistema financiero provienen de fuerzas exógenas, en particular de sus relaciones con el sector público y con el sector externo. Por este motivo, en buena parte, el desempeño del sistema depende del comportamiento de estos dos sectores.

ANEXO 1

LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

Entre los meses de julio y septiembre del presente año se vivió un período de turbulencia en el mercado secundario de TES B, caracterizado por un aumento sustancial del nivel de tasas de interés de estos títulos y por un aumento de volatilidad de éstas. Dicho aumento de las tasas de interés, que implicó un cambio adverso en los precios de estos títulos, generó pérdidas por valoración a las entidades financieras, que desde 1999 empezaron a destinar una proporción creciente de su activo a inversiones, en particular en títulos de deuda pública. Las inversiones en estos títulos, que en 1996 representaban sólo 4% del activo del sistema financiero, en diciembre de 2001 representaban 15% del mismo y, en junio de 2002, 17%. Es decir, durante los últimos siete años aumentó de forma considerable la exposición del sistema financiero ante cambios en las condiciones de la deuda pública. Por su parte, como se mostró en otra sección de este reporte, tanto el nivel de la deuda pública como la relación entre ésta y los ingresos del sector público aumentaron de forma sostenida durante dicho período.

Con la caída de las tasas de interés ocurrida a comienzos de año¹, en la antesala del período de estrés, los precios de los bonos del Gobierno crecieron. Esto llevó a que aumentara el número de transacciones de TES en mercado secundario, especialmente de títulos de largo plazo. El mercado de títulos de deuda pública se encontraba en un buen momento en términos de liquidez y la compra de estos títulos estaba generando ganancias importantes a sus tenedores.

¹ Esta caída fue especialmente clara para los TES B pesos tasa fija. La tasa de los bonos TES B tasa fija 2012 pasó de 15,7% a finales de febrero a 12,7% a finales de junio.

Sin embargo, en el mes de julio aumentó el riesgo país, debido a factores internos y externos. Los factores internos más relevantes están relacionados con el anuncio del nuevo Gobierno acerca de los problemas fiscales y de sostenibilidad de la deuda pública, y con la conmoción interior. Por su parte, los factores externos están relacionados con los problemas de Argentina, Brasil, Uruguay y Venezuela, que generaron un aumento en la percepción de riesgo regional por parte de los mercados internacionales, lo que repercutió sobre la percepción de riesgo país.

El aumento del riesgo país se manifestó en incrementos del "spread" de deuda externa (Gráfico 1 A1) y en la aceleración del ritmo de devaluación de la tasa de cambio. Los agentes tenedores de "yankees", que hacían Repos con estos, empezaron a tener llamadas al margen² que les generaron problemas de liquidez. Creció la demanda de dólares para pagar, lo que llevó a mayores presiones sobre el tipo de cambio. Con el aumento sostenido de la tasa de cambio, las inversiones en dólares se hicieron más atractivas en términos relativos y aumentó el servicio en pesos de las deudas denominadas en dólares. Estos dos efectos hicieron que muchos agentes salieran a liquidar al tiempo sus posiciones de TES en el mercado secundario, unos buscando mayor rentabilidad en otras inversiones y otros por problemas de liquidez. El incremento de la oferta de títulos de deuda pública en el mercado

² Cuando un agente financia la posición de un activo ("yankee") con una deuda bancaria en dólares, el banco acreedor le exige que su activo sirva de garantía de la deuda. Cuando aumenta el "spread", el valor de los activos en dólares se reduce. Por esta razón, los acreedores hacen llamadas al margen a sus deudores, es decir, les exigen que pongan el diferencial en dólares entre el valor inicial de la garantía y el valor de la misma, luego del aumento del "spread".

GRÁFICO 1A1
SPREAD YANKEES 2012 (*)
(PUNTOS BÁSICOS)



(*) Este es el bono "Yankee" más transado.
Fuente: Banco de la República.

secundario llevó a un aumento de las tasas de interés y a un aplanamiento de la curva de rendimientos.

El apretón de liquidez generado por la salida masiva de los agentes a liquidar sus posiciones en TES afectó a todos los participantes del mercado y puso en peligro la estabilidad del mismo. Entre los más afectados se encontraban las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias, que habían venido financiando el aumento de sus posiciones de TES mediante líneas de crédito, implícitas en operaciones de fondeo, con entidades financieras. Con el aumento de tasas de interés aumentó el riesgo para los bancos de seguir financiando a estos agentes, lo que llevó a que les recortaran las líneas de crédito, generándoles problemas graves de liquidez. Asimismo, al realizar las pérdidas de capital estos agentes vieron incrementadas sus necesidades de liquidez, debido al retiro de fondos por parte de sus clientes. Para obtener la liquidez requerida no les quedó más que seguir liquidando sus posiciones en títulos públicos, causando sus pérdidas por valoración, lo que exacerbó las presiones al alza de las tasas de interés de estos, afectando a todos los demás tenedores de TES.

El mercado, finalmente, se estabilizó en octubre, luego que el Gobierno mostró su compromiso de estabilizar la situación de las finanzas públicas y hubo un compromiso de apoyo financiero por parte de los organismos internacionales.

El breve período de estrés dejó pérdidas por valoración a los agentes tenedores de títulos públicos, y entre ellos a las entidades financieras. Durante el mes de agosto, que fue el de mayor intranquilidad en el mercado, los balances de las entidades que tenían bonos registraron pérdidas por \$182,7 mm y efectos adicionales en el valor de su patrimonio por \$51,1 mm³. Hay que tener en mente que estas pérdidas toman en cuenta el portafolio en que están clasificadas las inversiones, por lo que no todas están a precios de mercado.

Para calcular un escenario de posibles pérdidas, valorando todo a precios de mercado, ocurridas durante el mes de agosto, se hizo un ejercicio de cuantificación de los portafolios de títulos TES B de todos los sectores a precios de mercado⁴. Para realizarlo se supuso que el acervo de estos títulos no varió en estos dos meses, ni tampoco la distribución de los mismos entre sectores. Así solo se tiene en cuenta los cambios por valoración debido a modificaciones en las tasas de interés⁵. De acuerdo con este ejercicio, las pérdidas totales de la economía hubieran ascendido a \$956 mm⁶, de las cuales el sistema financiero hubiera dado cuenta de \$223 mm (2,7% del patrimonio técnico a agosto de 2002). Dentro del sistema financiero, los más afectados hubieran sido los bancos comerciales, con pér-

³ Las pérdidas por tenencia de TES fueron: \$145,4 mm más \$44,3 mm adicionales por efecto en el valor de su patrimonio; las pérdidas por tenencia de "yankees" fueron: \$37,3 mm más \$6,8 mm adicionales por efecto sobre el patrimonio.

⁴ Los datos aquí presentados corresponden a saldos con cupones de TES B a precios de mercado. Para valorar a precios de mercado, se usan curvas *spot* cero cupón, bajo la metodología de Fisher, Nychka y Zevros (1994) de Spline cúbico + Penalizaciones. Para la curva *spot* cero cupón de bonos TES B pesos tasa variable, se toma la curva UVR y se le suma la inflación. Para las inflaciones futuras se toma el último dato disponible y se supone una inflación constante en adelante. Este mismo supuesto se hace para la tasa cupón de estos bonos. La elasticidad del precio con respecto a la tasa de interés está dada por la duración efectiva que se construyó a partir de los *key rate durations*, tal como se describe en Thomas, S.; Ho, Y. (1992). "Key Rate Durations: Measures of Interest Rate Risks", en *The Journal of Fixed Income*, septiembre.

⁵ No se tienen en cuenta las ganancias por devaluación ni la inflación.

⁶ Sin embargo, entre los meses de febrero y junio la economía experimentó ganancias de valoración por \$969 mm con base en el balance de febrero.

didadas estimadas en \$190 mm (4,1% de su patrimonio técnico a agosto), seguidos por los BECH cuya pérdida hubiera sido de \$24 mm (1,4 % de su patrimonio técnico a agosto) (Cuadro 1 A1).

Si bien el comportamiento de las tasas hizo que se materializaran riesgos que implica la deuda pública para el sistema financiero, a esos niveles no se generaron problemas graves de inestabilidad para éste. Ello se observa en el hecho que las pérdidas que se hubieran presentado representan 37% de las utilidades acumuladas durante los primeros ocho meses del año.

Adicionalmente, aunque lo sucedido en el mercado secundario de títulos públicos a comienzos del segundo semestre del año, hizo que se revirtiera la tendencia de incremento del peso de las inversiones dentro del activo del sistema financiero, por efecto valoración fundamentalmente, el sistema financiero sigue estando expuesto de forma significativa a los TES B. El Cuadro 2 A1 muestra la distribución del saldo de estos títulos en el mercado, al igual que la duración de los portafolios de estos títulos por tenedor a agosto 30 de 2002.

Como se observa en el Cuadro 2 A1, a 30 de agosto de 2002, el sistema financiero tenía \$7,7 b en TES B,

correspondientes a 17% del total de estos títulos en el mercado.

De los \$7,7 b, el grueso (59%) estaba representado en TES B pesos tasa fija, seguido de UVR (28%), TES B pesos tasa variable (8%) y TES B en dólares tasa fija (5%). Esto indica que la mayor parte de los bonos públicos mantenidos por el sistema financiero son sensibles ante cambios en la tasa de interés nominal y real doméstica. Por su parte, los bonos expuestos a la tasa de cambio y a la tasa de interés nominal externa ocupan un papel relativamente pequeño.

Una vez presentada la distribución del portafolio entre los distintos tipos de TES B, resulta importante mirar la sensibilidad de estos saldos ante cambios en las tasas de interés. La duración de los diferentes títulos del sector financiero es superior a la duración promedio ponderado del total de la deuda por bonos, lo que quiere decir que el sector financiero es más sensible ante cambios en las tasas de interés que el promedio de la economía, en este sentido. 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 propiedad del sector financiero disminuiría en 4,35% para los pesos tasa variable, 4,78% para las UVR, 2,22% para los pesos tasa fija y 2,63%

CUADRO 1 A 1
PÉRDIDAS POR VALORACIÓN DE TES B, ENTRE EL 2 Y EL 30 DE AGOSTO
(MILLONES DE PESOS)

	Pérdidas por valoración ante cambio en la curva <i>spot</i>				
	Dólares	Pesos TF	Pesos TV	UVR	Total
Sector financiero	7.091	(199.612)	(5.185)	(24.924)	(222.629)
Bancos comerciales	6.552	(168.354)	(4.749)	(23.162)	(189.713)
Compañías de financiamiento comercial	50	(1.035)	(10)	(34)	(1.030)
Cooperativas grado superior Cart. Financ.	34	(1.563)	0	0	(1.529)
Bancos especializados en crédito hipotecario	20	(22.663)	(340)	(861)	(23.844)
Corporaciones financieras	435	(5.996)	(85)	(866)	(6.512)
Resto de la economía	29.375	(592.175)	(87.338)	(83.764)	(733.903)
Total	36.466	(791.787)	(92.523)	(108.688)	(956.532)

Fuente: Banco de la República, Deposito Central de Valores (DCV).

CUADRO 2 A 1
PÉRDIDAS POR VALORACIÓN DE TES B, ENTRE EL 2 Y EL 30 DE AGOSTO
(MILLONES DE PESOS)

	Saldos en millones de pesos valorados a precios de mercado				
	Dólares TF	Pesos TF	Pesos TV	UVR	Total
Sector financiero	373.588	4.552.030	601.397	2.198.237	7.725.252
Bancos comerciales	323.615	4.006.876	493.653	2.110.696	6.934.839
Compañías de financiamiento comercial	2.799	23.467	730	2.696	29.693
Cooperativas grado superior Cart. Financ.	2.645	26.961	1.462	0	31.067
Bancos especializados en crédito hipotecario	0	303.060	81.885	23.000	407.945
Corporaciones financieras	44.529	191.666	23.668	61.844	321.707
Resto de la economía	1.765.411	15.646.257	11.457.382	8.759.329	37.628.379
Total	2.138.999	20.198.287	12.058.779	10.957.566	45.353.630

	Duración ponderada portafolio			
	Dólares TF	Pesos TF	Pesos TV	UVR
Sector financiero	2,63	2,22	4,35	4,78
Bancos comerciales	2,82	2,13	4,27	4,73
Compañías de financiamiento comercial	5,25	3,26	4,79	3,96
Cooperativas grado superior Cart. Financ.	2,43	2,25	4,79	
Bancos especializados en crédito hipotecario		3,38	4,65	4,88
Corporaciones financieras	1,11	2,21	4,78	6,28
Resto de la economía	2,30	1,93	4,33	4,23
Total	2,36	1,99	4,33	4,34

Fuente: Banco de la República, DCV.

para los dólares tasa fija. En cambio, el valor del portafolio para el agregado de los acreedores disminuiría en 4,33%, 4,34%, 1,99% y 2,36%, respectivamente. Esto representaría pérdidas al sistema financiero por \$242 mm.

Lo anterior corrobora el hecho de que el sistema financiero aún se halla expuesto de forma importante ante los títulos de deuda del Gobierno. El corto epi-

sodio de estrés en el mercado secundario de TES B de este año materializó riesgos de la exposición del sistema financiero ante la deuda pública, aunque los niveles de pérdidas presentados por éste no pusieron en peligro su estabilidad. Dado que la estabilidad del sistema financiero depende en buena medida de la solvencia del sector público, es necesario que este sector ajuste su gasto a sus ingresos, y su deuda a su capacidad de pago.

ANEXO 2

EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE LAS EMPRESAS EN REESTRUCTURACIÓN

La Ley 550 de 1999 estableció un régimen mediante el cual se intentó promover y facilitar la reactivación empresarial y la reestructuración de los pasivos de los entes territoriales, por medio de un acuerdo entre acreedores y deudores. Este proyecto respondió a la reducción en las posibilidades de financiamiento del sector productivo (tanto privado como público) 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.

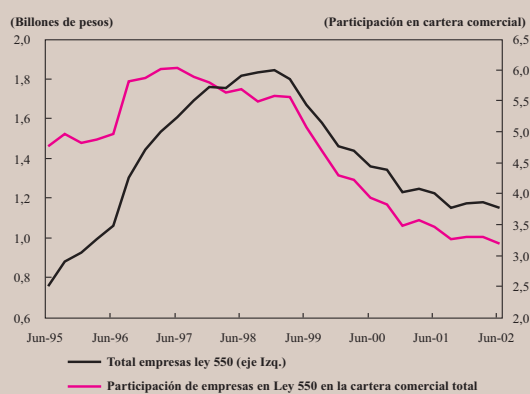
Desde la promulgación de esta ley, 658 empresas se han acogido al acuerdo de reestructuración, 316 en el año 2000, 280 en 2001 y 62 hasta mayo de 2002. De este total se encontraron 591 empresas con operaciones activas de crédito comercial entre 1995 y junio de 2002¹. Para este último período se reportaron a la Superbancaria saldos de capital por un monto de \$1,15 b, equivalentes al 3,2% de la cartera comercial bruta del sector financiero.

El saldo histórico de las obligaciones con el sistema financiero de las empresas que han reestructurado su deuda, se ha reducido tanto en nivel como en participación dentro de la cartera comercial bruta (Gráfico 1 A2). Este descenso ha sido menos pronunciado desde que las empresas empezaron a acogerse a esta ley, por lo que desde finales del año 2000 el nivel de endeudamiento y de participación en la cartera comercial bruta se han estabilizado alrededor de \$1,2 b y 3,4%, respectivamente.

¹ Solo se tomaron en cuenta las operaciones activas de bancos comerciales, BECH, CFC, CF, organismos cooperativos de grado superior e IOE. Todas las operaciones que se encontraron son de modalidad comercial.

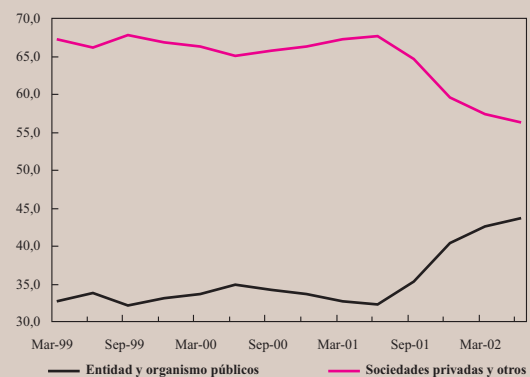
Como se aprecia en el Gráfico 2 A2, la cartera bajo Ley 550 destinada a entidades y organismos públicos ha incrementado su participación desde 2001, alcanzando 44% de la cartera reestructurada en junio

GRÁFICO 1 A2
NIVEL DE LA CARTERA REESTRUCTURADA POR LEY 550 Y PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA COMERCIAL BRUTA



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

GRÁFICO 2 A2
PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA REESTRUCTURADA POR TIPO DE DEUDOR (PORCENTAJE)



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

de 2002². Este aumento ha sido particularmente alto en el último año, en que se pasó de un saldo de \$397 mm en junio de 2001 a \$502 mm en junio de 2002.

La evolución de la calidad de la cartera perteneciente a las empresas que han reestructurado su deuda se viene deteriorando desde finales de 1998 y no presenta mejoría desde el año 2000 (Gráfico 3 A2)³. Para junio de 2002, el 48% de la cartera en cuestión fue calificada como de tipo *D* o *E*, mientras que la cartera tipo *A* registró una participación de 15%. Al desagregar por año de reestructuración, la peor calidad de cartera la presentan las empresas que han reestructurado su deuda en el año 2002. La mejor calidad la presentaron las empresas que reestructuraron, en el año 2000, sin embargo, aún presentan una alta participación de cartera de tipo *D* y *E* (37% del total, aproximadamente) similar a la observada en el año 2000. Este deterioro se ha presentado tanto en empresas privadas como en organismos públicos⁴.

Los bancos comerciales han incrementado su participación desde 2001, y para junio de 2002 son acreedores aproximadamente de dos terceras partes de los créditos reestructurados. Le siguen en importancia las CF con 24% de la cartera reestructurada para junio de 2002, las CFC (5%) y las IOE (4%) (Gráfico 4 A2). Las entidades en las cuales se concentra esta cartera son Banco Ganadero, Bogotá, Bancolombia, IFI, Occidente y la Corporación Financiera Colombiana, que agruparon el 52% en junio de 2002.

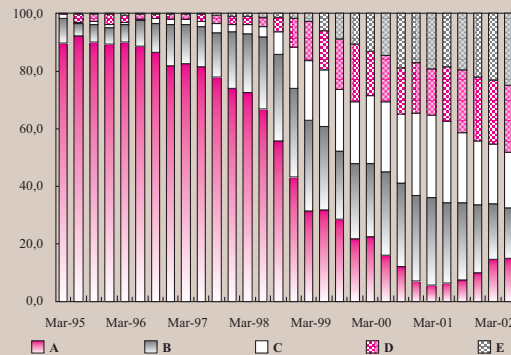
Sin embargo, al mirar el monto de la cartera de tipo *D* y *E*, y las provisiones y garantías que tienen estos

² Se destaca el alto nivel y crecimiento del crédito otorgado al municipio de Barranquilla (11,5% del total de la cartera reestructurada en junio de 2002) tal como se referencia en la deuda del territorio de Atlántico de este reporte.

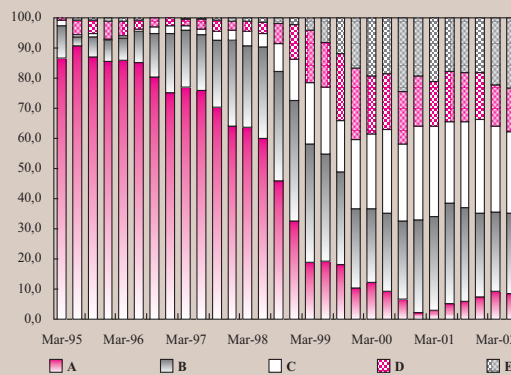
³ La información disponible no permite ver si se están efectuando los pagos oportunamente, solo permite analizar la calidad del crédito.

⁴ El aumento en participación de la cartera de tipo *A* desde marzo de 2001 se debe enteramente a lo realizado por entidades y organismos públicos. Sin embargo, este no es un síntoma definitivo en mejora de calidad de cartera de estos deudores si tenemos en cuenta que el nivel de cartera de tipo *A* es aún muy pequeño y la de tipo *B* ha perdido participación.

GRÁFICO 3 A2
CALIDAD DE LA CARTERA REESTRUCTURADA
(PORCENTAJE)



EN EL AÑO 2000

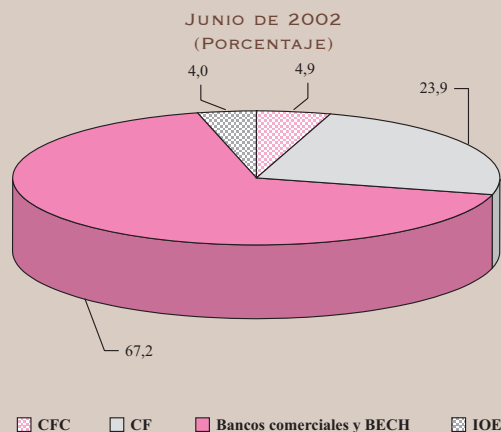
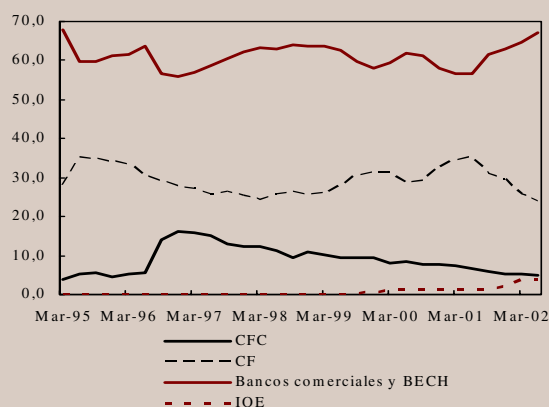


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

préstamos se puede ver la poca exposición que existe a la cartera deteriorada de las empresas en Ley 550. Las entidades que a junio de 2002 reportaron los mayores saldos de cartera *D* y *E* mantienen altos saldos de provisiones y garantías sobre estos créditos (Gráfico 5 A2). Es así como las cinco entidades con mayores saldos de cartera deteriorada en reestructuración, presentaron a junio de 2002 niveles de cobertura mayores que el 120%. Solo 15 de las 51 entidades con cartera *D* y *E* en junio de 2001 presentaron niveles de provisiones y garantías menores que el 100%. De forma similar la cartera deteriorada representa un porcentaje bajo del patrimonio técnico para la mayoría de las entidades con alta participación de la cartera deteriorada (Gráfico 6 A2).

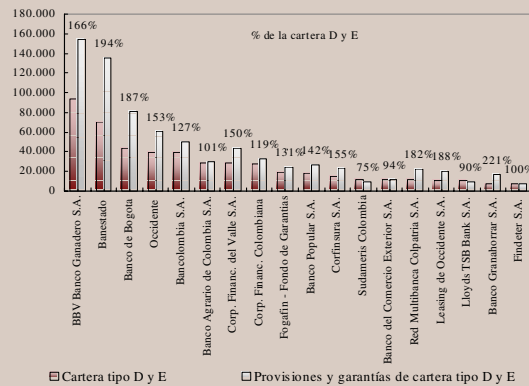
La cartera perteneciente a las empresas que han reestructurado los pagos de su deuda por medio de la Ley 550 de 1999 representa una proporción muy baja de

GRÁFICO 4 A2
PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA REESTRUCTURADA POR ACREEDOR
 (PORCENTAJE)



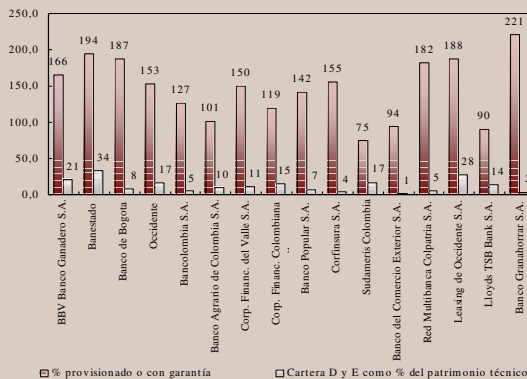
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 5 A2
SALDO DE DEUDA, PROVISIONES Y GARANTÍA
DE CARTERA REESTRUCTURADA TIPO D Y E
POR ENTIDAD ACREEDORA
 (MILLONES DE PESOS)



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

GRÁFICO 6 A2
EXPOSICIÓN A LA CARTERA REESTRUCTURADA
D Y E POR ACREEDOR
 (PORCENTAJE)



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

la cartera comercial total y su tendencia ha sido estable desde que estas se acogieron a dicha ley. En el último año las entidades y organismos públicos han ganado participación como deudores, al mismo tiempo que los bancos comerciales y BECH han ganado participación como acreedores. La calidad de la cartera de las empresas que reestructuraron su crédito bajo la Ley 550 ha venido deteriorándose

progresivamente desde el año 2000. Los acuerdos de reestructuración no han causado una mejora en calificación del crédito en las empresas que reestructuraron en el año 2000 ni en 2001. La exposición del sector financiero a la cartera reestructurada deteriorada no es muy grande, dadas las provisiones, garantías y patrimonio técnico de las entidades a junio de 2002.

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 Editorial Cartoprint Ltda.
en diciembre de 2002.