

NOTA EDITORIAL

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA DICIEMBRE DE 2004

Resumen y conclusiones

Durante la segunda mitad de 2004, el sistema financiero continuó ampliando su actividad como consecuencia de una mayor intermediación financiera y de la adquisición de un número importante de inversiones. Este dinamismo ha permitido que se hayan obtenido los niveles de rentabilidad más altos de la última década. Las buenas condiciones de liquidez y de solvencia se mantienen en los establecimientos de crédito, al mismo tiempo que el perfil de riesgo crediticio de sus principales deudores alcanza niveles históricamente bajos.

Principales deudores del sistema financiero y riesgos derivados de la exposición a dichos deudores

Endeudamiento total del sector real

A septiembre de 2004, la deuda total en pesos del sector real disminuyó como proporción del producto interno bruto (PIB), pasando de 104,8% en septiembre de 2003 a 98,9% en el mismo mes de 2004. Esto se explica primordialmente por la apreciación de la tasa de cambio, ya que el endeudamiento interno creció cerca de tres puntos

porcentuales (pp) por encima del PIB, mientras que el externo en dólares aumentó marginalmente.

Al desagregar la deuda total entre sector público y sector privado se observa que, en septiembre de 2004, la deuda del primero se redujo como consecuencia de la apreciación del peso, dado que tanto su deuda interna como la externa en dólares aumentaron. Asimismo, el sector privado disminuyó su endeudamiento como resultado de una menor deuda externa en dólares y, sobre todo, del efecto de la apreciación.

Sector corporativo privado

La exposición de las entidades de crédito al sector corporativo privado aumentó en los últimos meses, pasando de \$33,9 billones (b) en marzo a \$37,6 b en septiembre. Este incremento está explicado por el comportamiento positivo de la cartera comercial, de los títulos privados en los balances del sistema financiero y del microcrédito. Los bancos comerciales y los especializados en cartera hipotecaria (BECH) aumentaron su exposición durante el último año, siendo los primeros los más expuestos a la deuda del sector corporativo. El mayor endeudamiento de las empresas con el sistema financiero nacional, la caída en la concentración de la cartera comercial y la percepción positiva de los empresarios con respecto a la liquidez y la disponibilidad de recursos de crédito son consistentes con el resultado de una mayor exposición al sector privado.

El análisis financiero de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Valores arroja buenos resultados para el sector privado. La rentabilidad descendió levemente entre marzo y junio, pero volvió a recuperarse en septiembre, y mantiene niveles altos (5,5% del activo) y superiores a los de antes de la crisis (2,6% del activo en 1995). Este resultado se obtuvo al excluir del análisis el sector de las comunicaciones, el cual redujo sus ingresos no operacionales, generando una disminución importante en el sector de no transables.

Las obligaciones con el sistema financiero nacional se incrementaron por el aumento de la deuda de las empresas con los bancos comerciales, los BECH y las corporaciones financieras. Por su parte, las

obligaciones con entidades del exterior disminuyeron en cerca de \$3,0 b entre septiembre de 2003 y de 2004. En consecuencia, la composición de las obligaciones financieras totales dio un giro en favor de las obligaciones domésticas.

Las empresas privadas presentaron una recomposición de sus balances en favor del patrimonio, el cual creció de manera importante reflejando una sustitución de las fuentes de financiamiento hacia recursos propios. Los bonos también crecieron y ganaron participación dentro del pasivo total pasando de 13,8% en septiembre de 2003 a 22,9% en 2004. Este comportamiento ha permitido que los bonos de largo plazo sean el segundo rubro en importancia del pasivo no corriente, después de las obligaciones financieras.

Las empresas productoras de bienes transables y no transables aumentaron su rentabilidad, si bien las productoras de bienes transables continúan con niveles mayores que las de bienes no transables. El endeudamiento de los dos grupos de empresas se comportó de manera análoga al total del sector corporativo, disminuyendo las obligaciones financieras con el exterior y aumentando sus deudas con el sistema financiero nacional.

Los empresarios presentan buenas expectativas con respecto al crecimiento y consideran que existe un buen ambiente para la inversión. Además opinan que el nivel de liquidez y de disponibilidad de crédito es alto, y que seguirá aumentando en el inmediato futuro. Un porcentaje elevado de los encuestados piensa que incluirá proyectos de inversión en sus programas del próximo año.

Hogares

La exposición del sistema financiero a la deuda de los hogares ha mostrado un aumento moderado a lo largo de 2004. Sin embargo, su participación en los activos de las entidades ha descendido como consecuencia del mayor dinamismo de otros rubros del balance.

La evolución de los distintos componentes de la deuda de los hogares no es homogénea. El importante dinamismo de la cartera de consumo contrasta con la persistente caída de la deuda hipotecaria.

Continúa el proceso de recomposición de la deuda de los hogares hacia una mayor participación de la cartera de consumo y de los bancos comerciales.

La calidad de la cartera de los hogares muestra un importante avance en 2004. Este comportamiento es consecuencia de la titularización de una parte importante de la cartera vencida de los BECH en los meses de junio y septiembre pasados. Se observa también una convergencia en la calidad de la cartera entre los distintos tipos de intermediarios.

La capacidad de pago de los hogares continúa mostrando una evolución positiva en términos de reducción en los niveles de desempleo y aumento de los salarios. Sin embargo, la evolución de la tasa de empleo muestra señales encontradas que podrían estar relacionadas con una menor capacidad de pago.

La confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados. Sin embargo, los progresos frente a los niveles de años anteriores han disminuido. En todo caso, las perspectivas de crecimiento de la cartera de consumo son favorables teniendo en cuenta la dinámica positiva de los mercados de bienes durables (automóviles y electrodomésticos), y de la buena percepción sobre la compra de los mismos.

Por otra parte, las perspectivas del futuro desempeño de la cartera hipotecaria son menos claras. Los desembolsos de créditos se mantienen en niveles bajos aunque se aprecia un repunte en el tercer trimestre de 2004. Al mismo tiempo, tanto los indicadores sobre las percepciones sobre compra de vivienda, como del desempeño del área de construcción licenciada, empiezan a mostrar señales de agotamiento de la buena dinámica que se venía presentando.

Sector público no financiero (SPNF)

En septiembre de 2004, la exposición del sistema financiero ante el sector público continuó con la tendencia creciente mencionada en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior. Así, la deuda del sector público no financiero (SPNF) pasó de \$22,6 b en septiembre de

2003 a \$26,7 b en el mismo mes de 2004. Tanto los bancos comerciales como los BECH han aumentado considerablemente sus tenencias de títulos públicos, siendo los primeros los más expuestos y quienes han incrementado en mayor medida los saldos de dichos valores.

La deuda total del SPNF, incluyendo las obligaciones con agentes diferentes del sistema financiero, disminuyó como resultado de la apreciación del peso, dado que tanto la deuda externa en dólares como la interna aumentaron. Esta reducción permitió que la relación de la deuda sobre el PIB disminuyera, a pesar de que el producto desaceleró su crecimiento en el tercer trimestre de 2004.

La relación deuda sobre ingresos del Gobierno Nacional Central (GNC) disminuyó como consecuencia tanto de una disminución en su endeudamiento como del aumento de sus ingresos. Sin embargo, cabe aclarar que esta menor deuda es producto de la apreciación del peso, dado que los montos de deuda interna en pesos y externa en dólares crecieron 5,1% y 7,6% anual, respectivamente. Por último, si bien los movimientos en el tipo de cambio y los ingresos han mejorado las percepciones sobre la sostenibilidad de las finanzas del GNC, el aumento en el endeudamiento una vez se aísla el efecto de la tasa de cambio, las fluctuaciones en el crecimiento trimestral y el retiro del proyecto de reforma tributaria en el Congreso de la República generan incertidumbre sobre el futuro del sendero de la deuda del GNC.

Inflación de activos

En términos de precios de activos, se observa que el mercado hipotecario no presenta síntomas de burbuja especulativa a nivel agregado. En el mercado accionario se destaca que la evolución del índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) ha superado sustancialmente la rentabilidad de las empresas que cotizan en ella. Sin embargo, este fenómeno puede estar fundamentado en la profundización que se ha observado recientemente en el mercado accionario colombiano luego de la crisis de finales de los años noventa.

Evolución reciente del sistema financiero

El sector financiero continuó con su expansión de los últimos dos años. Así lo muestra el acelerado crecimiento de su activo total, que aumentó más del 10% real anual en octubre de 2004. Esta dinámica está explicada tanto por un aumento de la cartera de créditos como de las inversiones. En el caso del crédito, se destaca una recuperación de su crecimiento luego de una breve desaceleración entre marzo y mayo de 2004, causada por el menor ritmo del crédito comercial. En el caso de las inversiones, su incremento continúa superando el 20% real anual.

La dinámica, tanto del acervo de créditos como de inversiones, muestra que ambos activos están creciendo de manera importante, con lo que se puede afirmar que la recuperación de la cartera de créditos no se ha hecho a expensas de una reducción de las inversiones del sistema. Esta expansión conjunta es consistente con dos hechos: por un lado, la buena situación de liquidez de las entidades no permite que exista una puja por recursos entre el negocio de intermediación y el de tenencia de inversiones, y por otro, la situación de solvencia del sistema otorga espacio para que el patrimonio actual soporte el crecimiento de ambos activos.

La rentabilidad del sistema continúa en máximos históricos, reflejando el buen momento por el cual atraviesan los establecimientos de crédito en materia de generación de utilidades.

En lo que respecta al riesgo de crédito, el sistema financiero continúa mostrando indicadores de cartera vencida y cartera riesgosa históricamente bajos. Durante 2004, se llevaron a cabo procesos de titularización de cartera hipotecaria vencida que han ayudado a mejorar el perfil de riesgo de los balances de los BECH. Este hecho, junto con crecientes niveles de provisiones por parte del sistema, confirma que las entidades no enfrentarán problemas relacionados con el riesgo de contraparte en el futuro próximo.

Las titularizaciones de cartera improductiva han sido bien recibidas por el mercado al punto que la demanda en el momento de las

subastas superó los montos de títulos ofrecidos. Si bien el desarrollo del mercado hipotecario secundario ha sido favorable, existen algunos detalles de la regulación por riesgos de mercado que pueden estar generando un desincentivo para la titularización. Esto plantea un reto de política que el Gobierno debe enfrentar.

La creciente tenencia de títulos de deuda pública está generando una mayor exposición al riesgo de mercado por parte del sistema. Tal como se ha venido reseñando en las últimas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la exposición a dicho riesgo puede ocasionar problemas futuros a las entidades si los indicadores fiscales interrumpen su mejora, o si se reversan los flujos de capital que entran al país, afectando los precios de los títulos de deuda pública.

En relación con los administradores de fondos de pensiones (AFP), se observa que su portafolio ha continuado creciendo durante 2004, hasta alcanzar los \$30,6 b. El portafolio exhibe una alta concentración en inversiones de deuda pública y una exposición más moderada al sector real y financiero. El portafolio se encuentra mayoritariamente denominado en unidades de valor real (UVR) y tasa de depósito a término fijo (DTF). Las AFP presentan un importante descalce entre plazos y maduraciones del activo frente al vencimiento de los pasivos.

Junta Directiva del Banco de la República

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

El año de 2004 quedará registrado como uno de los mejores en la historia económica reciente. El crecimiento del orden del 5% en la economía mundial, figurará como el más alto en las dos últimas décadas. En cuanto a las economías en desarrollo, los analistas internacionales esperan un desempeño todavía más satisfactorio, con proyecciones de crecimiento por encima del 6,5%, las más rápidas en los últimos 30 años. Los países asiáticos se cuentan entre los candidatos para conquistar un crecimiento del 8%, y los latinoamericanos entre los que alcanzarían tasas también altas aunque más moderadas, alrededor del 5%¹.

Desde principios de la década, las economías en desarrollo han crecido a ritmos que superan en más del doble a los de las economías avanzadas. La mejor calidad de la política macroeconómica seguramente ha contribuido a sentar las bases de un mayor crecimiento. Pero es innegable la importancia creciente de factores externos. El auge del comercio mundial, especialmente en los dos últimos años, ha favorecido el repunte de los términos de intercambio de los países en desarrollo. La reducción global de las tasas de interés ha fomentado la actividad económica y aligerado la carga de la deuda internacional². Tal combinación de factores internos y externos ha despejado el horizonte de crecimiento de las economías en desarrollo, si bien en el último semestre algunos nubarrones han ensombrecido el panorama internacional. Entre ellos el ascenso de la inflación en los Estados Unidos y el viraje consiguiente de la política monetaria hacia una posición menos expansionista, y el alza de los precios petroleros³.

En Colombia, el año termina con signos favorables para la estabilidad financiera. La recuperación de la actividad económica continuó, aunque con altibajos trimestrales, a lo largo del último año, registrando un crecimiento del 3,9% entre septiembre de 2003 e igual mes de 2004, cifra superior a la del 3% alcanzada en el año inmediatamente anterior. La estabilidad de los precios se ha mantenido dentro de las previsiones de las autoridades monetarias, lo que permitió que la tasa de inflación durante 2004 se ubicara en 5,5%. Los indicadores de riesgo asociados con el país han venido revelando la evaluación positiva de los prestamistas externos acerca de la deuda colombiana. La

¹ FMI, *World Economic Outlook*, septiembre de 2004. Banque of France, *Financial Stability Review*, junio de 2004. *The Economist*, octubre de 2004.

² La política monetaria laxa puesta en práctica en los Estados Unidos desde finales de 2001, y el crecimiento excepcional de la inversión en China, han sido factores determinantes del crecimiento global en el último año.

³ Las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos y otras economías avanzadas, alcanzaron sus niveles históricos más bajos hasta junio pasado, cuando la Reserva Federal comenzó a elevar sus tasas de interés. Todavía, a finales de 2004, las tasas reales de interés se encuentran en sus niveles más bajos desde los años setenta. FMI, *World Economic Outlook*, septiembre de 2004.

política monetaria ha sido propicia para la continuidad de las bajas tasas de interés reales de los últimos años.

En el contexto macroeconómico referido, la intermediación en Colombia a lo largo del último año ha alcanzado logros significativos, no sólo en términos de la expansión del negocio y de los beneficios obtenidos, sino de la solidez de la situación financiera.

II. DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL

El sector "real" de la economía, compuesto por el Gobierno, las empresas y los hogares, constituye la contrapartida del sistema financiero interno. Este último es una de las principales fuentes de financiamiento del primero, y por lo mismo, es importante hacer un seguimiento de la evolución del nivel de deuda y de ingresos del sector real, con el fin de evaluar la exposición global del sistema financiero.

En 2003 el crecimiento de la deuda total se aminoró, gracias a la moderación del endeudamiento interno del SPNF, el menor endeudamiento externo del sector privado y la menor devaluación⁴. En lo transcurrido hasta septiembre de 2004, el endeudamiento del sector real disminuyó exclusivamente por la apreciación del peso⁵. En efecto, tanto el endeudamiento interno total como el externo total en dólares aumentaron.

El Cuadro 1 (panel superior) muestra la evolución de la deuda bruta del sector real no financiero entre 1998 y septiembre de 2004. Su tasa de crecimiento se moderó en 2003 y disminuyó 3,3% a septiembre de 2004. En este cambio de dinámica, tanto el sector público como el privado jugaron un papel relevante.

La deuda del SPNF disminuyó 3,0% real anual en el tercer trimestre de 2004. Esta disminución corresponde primordialmente a la reducción en el endeudamiento externo en pesos de 11,6% real anual, dado que la deuda interna creció 5,0% real anual. Sin embargo, la disminución del endeudamiento externo del SPNF se debió fundamentalmente a la apreciación experimentada durante los tres primeros trimestres del año, dado que la deuda externa en dólares creció 4,2% anual.

⁴ La devaluación nominal anual a diciembre de 2002 fue de 25%, en tanto que la devaluación nominal anual a diciembre de 2003 fue de 3,0%. Para estos cálculos se utiliza la tasa representativa del mercado de fin de período.

⁵ A septiembre de 2004 la tasa se revaluó con respecto al mismo mes del año anterior en 9,5% nominal.

Cuadro 1
Deuda bruta del sector real, 1998-2004
(Sin la corporación financiera IFI)

Año	Sector público no financiero				Sector privado no financiero				Deuda total Billones de pesos
	Interna	Externa	Total	Externa millones de dólares	Interna	Externa	Total	Externa millones de dólares 4/	
	1/ Billones de pesos				2/ Billones de pesos				
1998	23,9	24,4	48,4	15853,8	50,25	22,6	72,9	14665,9	121,3
1999	32,9	32,9	65,8	17547,1	47,70	27,4	75,1	14624,5	140,9
2000	46,7	42,0	88,6	18825,4	42,13	31,3	73,5	14061,5	162,1
2001	54,9	50,8	105,7	22172,8	43,22	32,7	75,9	14273,6	181,6
2002	67,3	62,0	129,3	21630,8	48,50	38,4	87,0	13421,5	216,3
Sep-03	71,2	66,4	137,6	22979,3	53,37	40,1	93,5	13878,4	231,1
2003	74,4	65,9	140,2	23714,2	56,27	37,6	93,9	13538,3	234,1
Sep-04	79,2	62,2	141,4	23955,7	60,03	35,4	95,4	13623,5	236,8
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		35,8	16,1	51,9		86,3
1999	21,7	21,7	43,4		31,5	18,1	49,6		93,0
2000	26,7	24,0	50,7		24,1	17,9	42,0		92,7
2001	29,2	27,0	56,2		23,0	17,4	40,4		96,6
2002	33,1	30,5	63,6		23,9	18,9	42,8		106,5
Sep-03	32,3	30,1	62,4		24,2	18,2	42,4		104,8
2003	32,9	29,1	62,0		24,9	16,6	41,5		103,4
Sep-04	33,1	26,0	59,1		25,1	14,8	39,8		98,9

1/ En la deuda interna del GNC se incluyen los bonos de capitalización de banca pública.
2/ Cartera privada bruta con el sector financiero (con *leasing*) - créditos de entidades financieras + acervo de bonos privados de la economía + titularizaciones de cartera hipotecaria.
3/ Incluye arrendamiento financiero.
4/ El último dato de la deuda externa privada en dólares es el de agosto de 2004.
Nota 1: debido a que el IFI dejó de ser corporación financiera al ceder sus activos y pasivos a Bancoldex, el análisis se realiza sin esa Institución.
Nota 2: los datos de bonos privados provienen de la Superintendencia de Valores.
Fuente: Superintendencia Bancaria y Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

Por su parte, en septiembre de 2004, la deuda del sector privado no financiero decreció 3,7% real anual, disminución liderada por una reducción de la deuda externa privada en pesos de 16,8% real anual, como consecuencia de la apreciación y de la contracción de la deuda externa expresada en dólares de 1,8% anual. De otra parte, la deuda interna privada exhibió un crecimiento real anual de 6,1%. Este crecimiento del endeudamiento interno del sector privado no financiero se encuentra explicado, en gran parte, por el incremento acelerado de emisiones de bonos privados por parte de unas pocas empresas y el aumento de la cartera y el *leasing*.

Para aislar el efecto de la apreciación de la tasa de cambio, en el Cuadro 2 se calcula la devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual

Cuadro 2
Deuda bruta del sector real, 1998-2004
(Sin la corporación financiera IFI)

Año	Sector público no financiero				Sector privado no financiero				Deuda total Billones de pesos
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna	Externa	Total	Externa	
	Billones de pesos			millones de dólares	Billones de pesos			millones de dólares	
1998	23,9	36,1	60,0	15853,8	50,25	33,4	83,6	14665,9	143,7
1999	32,9	43,2	76,1	17547,1	47,70	36,0	83,7	14624,5	159,8
2000	46,7	49,0	95,7	18825,4	42,13	36,6	78,7	14061,5	174,4
2001	54,9	60,6	115,5	22172,8	43,22	39,0	82,2	14273,6	197,7
2002	67,3	62,0	129,3	21630,8	48,50	38,4	87,0	13421,5	216,3
Sep-03	71,2	68,2	139,4	22979,3	53,37	41,2	94,6	13878,4	234,0
2003	74,4	71,2	145,5	23714,2	56,27	40,6	96,9	13538,3	242,4
Sep-04	79,2	73,7	152,9	23955,7	60,03	41,9	102,0	13623,5	254,9
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	25,7	42,7		35,8	23,8	59,5		102,3
1999	21,7	28,5	50,2		31,5	23,7	55,2		105,4
2000	26,7	28,0	54,7		24,1	20,9	45,0		99,7
2001	29,2	32,2	61,5		23,0	20,8	43,7		105,2
2002	33,1	30,5	63,6		23,9	18,9	42,8		106,5
Sep-03	32,3	30,9	63,2		24,2	18,7	42,9		106,1
2003	32,9	31,4	64,3		24,9	18,0	42,8		107,1
Sep-04	33,1	30,8	63,9		25,1	17,5	42,6		106,5

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

de cero⁶. Así, el crecimiento real anual de la deuda del sector real sería de 2,8%, correspondiente a un crecimiento de 3,5% real anual de la deuda del SPNF y a un crecimiento de 1,7% de la correspondiente al sector privado no financiero. Lo anterior implica que la disminución en el endeudamiento del sector real a septiembre de 2004 dependió en gran parte de la apreciación de la tasa de cambio. Paralelamente, es de resaltar que el sector privado no financiero aumentó su endeudamiento total en el tercer trimestre de 2004, tendencia que comenzó en 2003. Sin embargo, este crecimiento sigue siendo bajo.

El Cuadro 1 (panel inferior) muestra la relación deuda sobre PIB del sector real entre 1998 y septiembre de 2004. Este indicador complementa el análisis de la evolución de la deuda agregada, permitiendo observar el nivel de deuda frente a los ingresos de los deudores. Si bien un aumento en el nivel global de deuda incrementa el riesgo de los acreedores manteniendo todo lo demás constante, los aumentos en dicho nivel pueden estar asociados con un incremento en la

⁶ Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de junio de 2004, nota de pie de página 5.

actividad económica que conduce a mayores ingresos futuros con los cuales se pueda cumplir con las obligaciones.

Los incrementos acelerados de esta relación son fuentes de riesgo que pueden afectar al sistema financiero interno tanto directa como indirectamente. La primera, se explica porque parte de la deuda se financia por medio del sistema financiero interno. La segunda afecta al sistema en la medida en la que aumentos en la relación incrementan la fragilidad financiera de los deudores, los cuales pueden ver afectada su capacidad de pago ante los choques sobre su solvencia o liquidez.

En 2003, la relación deuda total sobre PIB rompió su tendencia creciente, hecho importante dado que esta relación venía creciendo desde 2000. Asimismo, en septiembre de 2004, a pesar de la reducción del crecimiento del PIB en septiembre de 2004, esta relación se redujo en 5,9 pp con respecto al mismo mes del año anterior. Esto corresponde a una disminución en esta relación de 2,5 pp por parte del sector privado, mientras que el SPNF la contrajo en 3,3 pp. La reducción de la relación se explica en gran parte por el menor endeudamiento del sector privado no financiero y sobre todo por la apreciación de la tasa de cambio.

En síntesis, a pesar de la reducción en el crecimiento anual del PIB en el tercer trimestre de 2004, la relación deuda sobre PIB disminuyó como consecuencia del menor endeudamiento privado y sobre todo de la apreciación de 2004. Por su parte, el crecimiento del endeudamiento interno privado obedece en gran parte al comportamiento aislado de unas pocas empresas que incrementaron considerablemente la emisión de bonos y al aumento de la cartera y el *leasing*. Sin embargo, aislando el efecto de la tasa de cambio, el sector privado aumentó su endeudamiento total en septiembre de 2004. No obstante, hay que advertir que este crecimiento fue bajo. Finalmente, corrigiendo por devaluación, si bien la dinámica de la deuda del SPNF es moderada con respecto a años anteriores, ésta crece cerca de un punto porcentual por encima del PIB.

III. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

En esta sección se analiza la exposición del sistema financiero a sus principales deudores: el sector corporativo privado, los hogares y el sector público no financiero. El total del monto expuesto del sistema financiero se aproxima como la suma de la cartera y las inversiones voluntarias en títulos no participativos (de renta variable) en el balance de los establecimientos de

crédito. Para septiembre de 2004 este monto era de \$82,2 b, una cifra superior en 10% en términos reales, a la registrada en el mismo mes de 2003. En términos de participación en el activo total, el monto expuesto mostró una tendencia levemente ascendente ubicándose en 76,8%, un punto por encima de lo registrado en septiembre de 2003 (Cuadro 3).

La recomposición del monto expuesto descrita en ediciones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera* continúa presentándose. La deuda del sector público aumenta su participación en cerca de 2 pp entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004, alcanzando en este último mes una participación del 32,5% del monto total expuesto. Este aumento fue jalonado por una importante dinámica de la tenencia de TES, que contrarrestó la caída en la cartera del sector. Un comportamiento opuesto muestra la deuda de los hogares (27% de participación), mientras que la del sector corporativo privado se mantiene relativamente constante (40,7%).

En las siguientes subsecciones se analiza el comportamiento de la exposición de cada uno de estos sectores, incluyendo en cada caso un análisis de los montos expuestos, de los riesgos que representan para el sector financiero y de la capacidad de pago de los deudores.

Cuadro 3
Exposición del sistema financiero a sus principales deudores

Tipo	Septiembre de 2003		Septiembre de 2004	
	Billones de pesos (*)	Porcentaje	Billones de pesos (*)	Porcentaje
Sector público	22,6	30,3	26,7	32,5
Cartera	5,1	6,8	4,1	5,0
Títulos	17,5	23,5	22,5	27,4
Sector corporativo privado	30,1	40,5	33,4	40,7
Cartera	29,8	40,0	33,0	40,2
Títulos	0,3	0,4	0,4	0,5
Sector hogares	21,8	29,2	22,1	26,9
Cartera	20,6	27,7	20,4	24,8
Titularizaciones	1,1	1,5	1,7	2,1
Total monto expuesto	74,5	100,0	82,2	100,0
Monto expuesto sobre activos	75,7		76,8	

(*) Billones de pesos de septiembre de 2004.

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

A. Sector corporativo privado

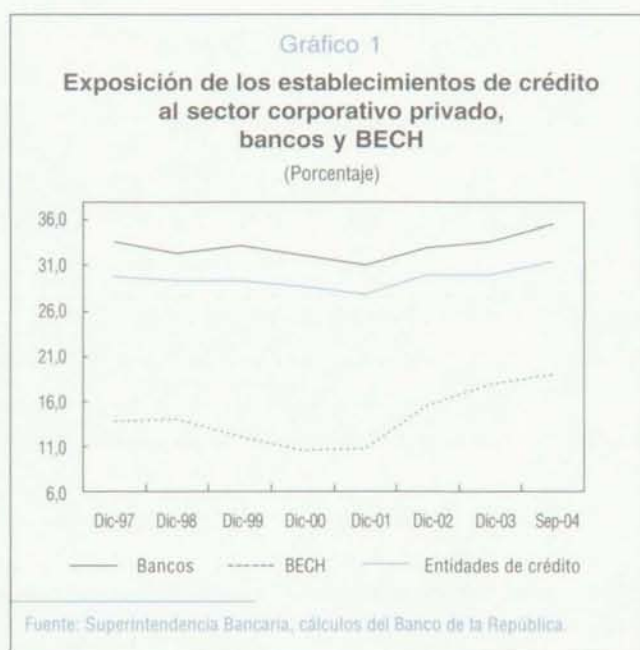
1. Crédito del sector corporativo privado con las entidades de crédito

a. Exposición del sector financiero⁷

La exposición total aumentó de 29,8% a 31,2% entre diciembre de 2003 y septiembre de 2004. Este incremento se debió principalmente a la mayor exposición de los bancos, que pasó de 33,7% a 35,5%, y a la de los BECH, que aumentó de 17,8% a 18,9%. La variación en la exposición total como porcentaje del activo entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 fue de sólo 0,6 pp (Gráfico 1).

Durante 2003 la exposición al sector privado permaneció casi constante y a partir de marzo de 2004 volvió a incrementarse, alcanzando un nivel similar al

de antes de la crisis. Entre marzo y junio, el incremento se presentó principalmente por el aumento de los títulos privados en los balances del sistema financiero, destacándose el incremento en los bancos⁸. De junio a septiembre, el incremento en la exposición se debió al mayor dinamismo del microcrédito⁹. La cartera comercial también creció entre marzo y septiembre aunque de manera moderada. Este comportamiento en general del monto expuesto durante 2004 coincide con el mayor dinamismo de la economía¹⁰.



⁷ La exposición total de las entidades de crédito al sector corporativo privado está compuesta por la cartera comercial, el microcrédito y los títulos privados en los balances del sistema financiero. Incluye todas las entidades de crédito cuya fuente de información es la Superintendencia Bancaria. Se calcula como proporción del activo total.

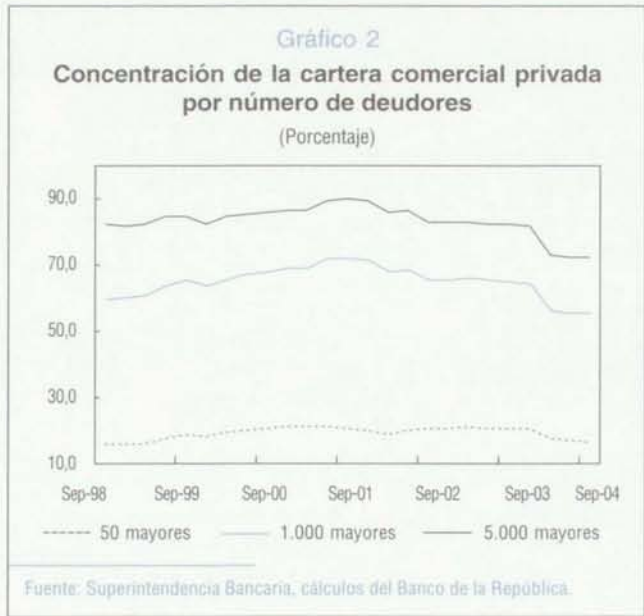
⁸ Los títulos crecieron 47,2% entre marzo y junio de 2004 para el total del sistema financiero y 64,2% para los bancos.

⁹ El microcrédito creció 13,1% entre junio y septiembre para todo el sistema financiero, 13,9% para los bancos y 14,5% para los BECH.

¹⁰ De acuerdo con las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento del PIB para los tres trimestres de 2004 fue de 4%, 4,3% y 2,4%, respectivamente.

b. Principales deudores¹¹

Hasta diciembre de 2003 no hubo variaciones significativas en la concentración de la cartera comercial¹². A partir de marzo de 2004 la concentración de la cartera ha presentado un importante descenso, pasando los 5.000 mayores deudores de representar el 81,8% en diciembre de 2003 al 72,8% en marzo de 2004. Aunque a septiembre de 2004 la concentración de la cartera se mantiene constante en este valor, el comportamiento de los deudores durante 2004 refleja mayores posibilidades de acceso a los recursos de crédito para otras empresas (Gráfico 2).



De acuerdo con la evolución de la calidad de la cartera, en septiembre de 2004 la cartera tipo A aumentó levemente dentro de los 1.000 y 5.000 primeros deudores. Hasta junio de 2004 la cartera tipo A había aumentado en general para los mayores 50, 1.000 y 5.000 deudores, y aunque esta tendencia se revierte para los mayores 50 en septiembre de este año, hay que tener en cuenta que el porcentaje en este mes es mayor que el de marzo de 2004 (Gráfico 3).

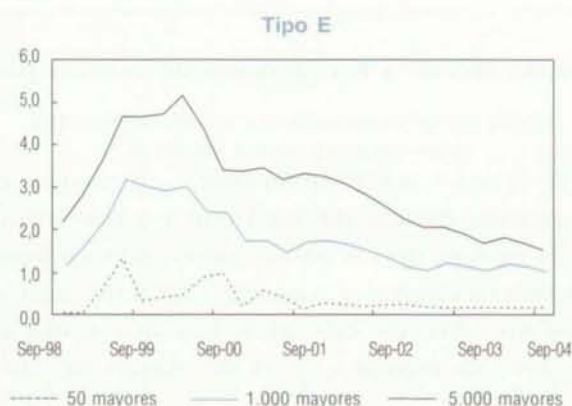
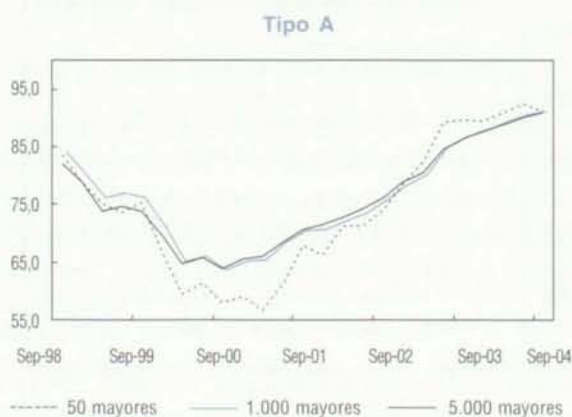
La cartera tipo E se ha reducido levemente para los mayores 50, 1.000 y 5.000 deudores en septiembre de 2004. Para los mayores 1.000 y 5.000 deudores es el porcentaje más bajo de cartera tipo E durante todo el período analizado (Gráfico 3).

La distribución por sectores económicos de la cartera comercial se ha mantenido estable durante 2004, siendo la industria manufacturera la de mayor participación (38,4%), seguida del sector comercial (18,9%), transporte (6,4%), intermediación financiera (6,0%) y construcción (5,1%). Sin embargo, hay que

¹¹ El análisis de concentración y calidad de la cartera se hace a través de la información de los 5.000 principales deudores proveniente de la Superintendencia Bancaria. Para efecto del análisis, se tienen en cuenta los primeros 50, 1.000 y 5.000 deudores.

¹² Hasta diciembre de 2003, los mayores 50 deudores representaron, en promedio, el 20% de la cartera comercial, los 1.000 mayores deudores el 65% y los 5.000 mayores deudores el 82%.

Gráfico 3
Evolución de la calidad de la cartera
por concentración de deudores
(Porcentaje)



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

tener en cuenta que la industria manufacturera y la intermediación financiera han perdido participación en los últimos meses de 2004, la cual ha sido ganada por los sectores de comercio, transporte, construcción y electricidad, gas y agua¹³ (Gráfico 4).

El crecimiento de la cartera comercial entre diciembre de 2003 y septiembre de 2004 ha sido desigual por sectores. La cartera comercial de la industria manufacturera creció 7,7% entre diciembre de 2003 e igual mes de 2004, para el sector comercial creció 22,5% durante el mismo período, y para el transporte y la construcción el crecimiento fue de 27,8% y 29,2%, respectivamente. Para el sector de intermediación financiera la cartera comercial disminuyó en 13%.

Durante 2004, el porcentaje de cartera tipo A ha aumentado para todos los sectores

con excepción de los de intermediación financiera y electricidad, gas y agua. La cartera tipo E ha caído para todos los sectores incluso para la construcción que, aunque tiene el porcentaje más alto de este tipo de cartera, ha presentado la disminución más significativa¹⁴ (Gráfico 4).

En resumen, la exposición de las entidades de crédito al sector corporativo privado ha aumentado durante el último año; este aumento se debe principalmente a la mayor exposición de los bancos. La concentración de la cartera

¹³ El sector de electricidad, gas y agua ganó participación en septiembre de 2004; sin embargo, la participación de este sector dentro de la cartera comercial había disminuido entre diciembre de 2003 y junio de 2004.

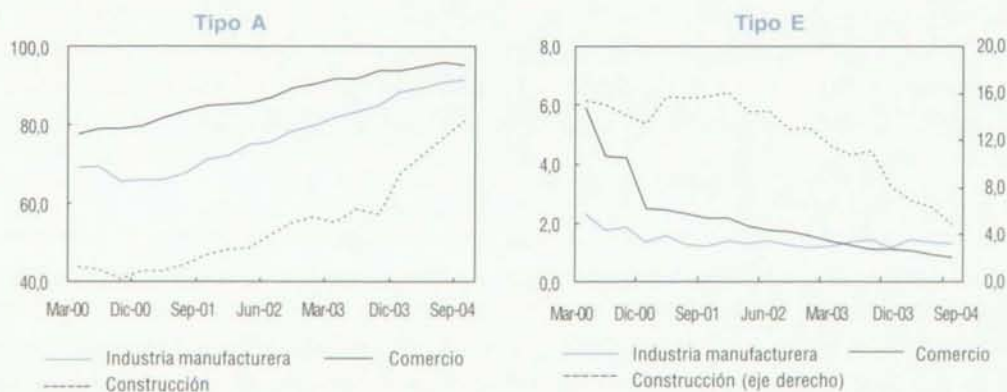
¹⁴ El porcentaje de cartera tipo E del sector de la construcción pasó de 6,9% en marzo de 2003 a 4,8% en igual mes de 2004.

Gráfico 4
Cartera comercial privada, 5.000 mayores deudores
 (Porcentaje)

Composición de la cartera comercial privada por ramas económicas



Evolución de la calidad de la cartera comercial privada, por ramas de actividad económica



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

se ha reducido de manera importante, lo que significa que a septiembre de 2004 hay un mayor número de deudores con acceso al crédito. La calidad de la cartera ha mejorado considerablemente para los 5.000 mayores deudores y lo mismo por ramas de actividad económica. Aunque la construcción tiene la mayor proporción de cartera tipo E, ésta ha disminuido significativamente.

2. Resultados de las empresas

Para el análisis de los indicadores financieros del sector corporativo privado se utiliza la información de las empresas que reportaron información a la Superintendencia de Valores. Desde marzo de 1998 existe información en promedio para 137 empresas. En septiembre de 2004 reportaron información

117 empresas, las cuales se clasificaron en productoras de bienes transables y no transables de acuerdo con el sector económico al que pertenecen¹⁵. Este grupo de empresas no constituye una muestra representativa del promedio del sector corporativo privado, porque son empresas de gran tamaño inscritas en el Registro Nacional de Valores.

El análisis de la información se realiza con el total de empresas que ha reportado información trimestralmente. También se construyó una muestra homogénea de 109 empresas con aquellas que reportaron información conjuntamente en septiembre de 2003 e igual mes de 2004.

Los indicadores financieros utilizados son los empleados en ediciones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera*, los cuales se identificaron como determinantes de la fragilidad de las empresas colombianas¹⁶ y usados en muchos otros estudios de análisis financiero de las firmas.

El indicador de rentabilidad es igual a la relación entre la utilidad antes de impuestos y los activos totales, y mide la capacidad de una firma de generar utilidades con un nivel de recursos que incluye el capital de los accionistas y el endeudamiento con los acreedores. Para el análisis de este indicador se hace una revisión del estado de pérdidas y ganancias y de los márgenes bruto y operacional, para identificar los determinantes del aumento o disminución de las utilidades.

El endeudamiento se analiza mediante dos indicadores diferentes. El primero, medido a través de la relación entre el pasivo total y el activo total, representa el endeudamiento total con los acreedores internos y externos a la firma¹⁷. El segundo, se calcula como el total de obligaciones financieras sobre activos e incluye la deuda con el sector financiero nacional, con entidades del exterior y otras obligaciones; este indicador permite determinar cuál es la composición por moneda de la deuda de las empresas, y si la deuda es interna, con cuáles entidades de crédito.

Se incluye también el indicador de presión financiera, medido como la relación entre los gastos financieros y los ingresos financieros más los ingresos operacionales, el cual se analiza conjuntamente con los indicadores de endeudamiento para conocer el nivel en el que se encuentra el acervo de deuda

¹⁵ Como productoras de bienes transables se clasificaron las empresas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Para septiembre de 2004 hay 69 empresas productoras de bienes transables y 48 productoras de bienes no transables.

¹⁶ Martínez, Óscar (2003). "Determinantes de fragilidad de las empresas colombianas", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 259.

¹⁷ Las obligaciones laborales representan el endeudamiento con los acreedores internos y las obligaciones financieras, proveedores, cuentas por pagar, impuestos y bonos con los acreedores externos.

de las firmas y la necesidad de generar un flujo de caja suficiente para cubrir el gasto por intereses.

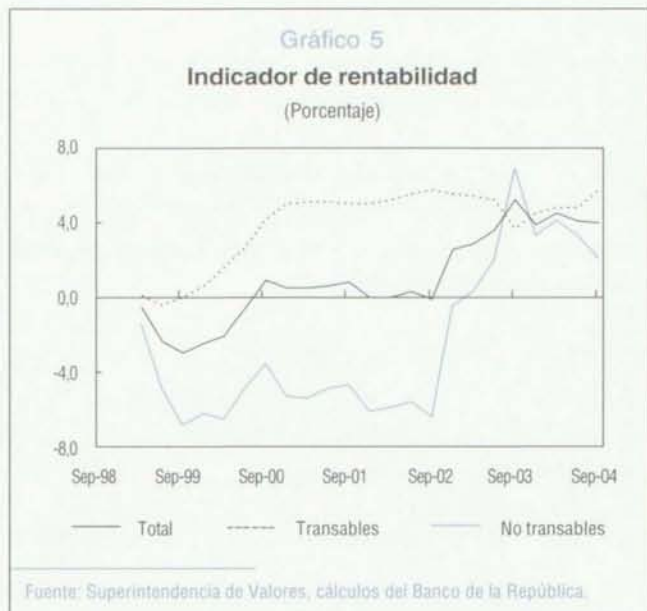
Los indicadores de liquidez se miden a través de dos relaciones. El primero, el indicador de liquidez inmediata, se calcula a través del disponible sobre el activo, y el segundo, conocido como relación corriente, es el cociente entre el activo de corto plazo y el pasivo de corto plazo. Estos indicadores miden la cantidad de activos líquidos que son fácilmente realizables y capaces de cubrir contingencias como la disminución en la capacidad de pago de las firmas.

a. Indicador de rentabilidad

La rentabilidad, que alcanzó 4,5% en marzo de 2004 para el total de empresas, bajó a 4,1% en junio y a 4,0% en septiembre. Esta venía aumentando constantemente desde septiembre de 2002 hasta alcanzar su máximo nivel en septiembre de 2003, cuando llegó a 5,3%. Aunque en los últimos meses la rentabilidad ha disminuido, sigue siendo superior a la de antes de la crisis financiera.

Por sectores, la rentabilidad de las empresas productoras de bienes transables permaneció en 4,8% durante marzo y junio, y aumentó a 5,7% en septiembre; este aumento se vio compensado por una reducción considerable en las empresas productoras de bienes no transables, las cuales disminuyeron su rentabilidad de 4,1% en marzo de este año a 3,3% y 2,1% en junio y septiembre, respectivamente. El indicador ha tenido una tendencia a aumentar desde septiembre del año pasado para las productoras de bienes transables, mientras que para las productoras de bienes no transables ha disminuido, aunque con un leve repunte en marzo de 2004. Estos efectos contrarios han generado un comportamiento casi constante en el total de empresas (Gráfico 5).

Aislando el efecto que tiene la disminución de los ingresos no operacionales en el sector de comunicaciones sobre el resultado del total de empresas, el comportamiento de la rentabilidad es diferente. Para las no transables, la rentabilidad disminuye de 5,2% a 4,3% entre marzo y junio, pero vuelve a aumentar



en septiembre alcanzando nuevamente 5,2%. Como consecuencia, la rentabilidad para el total de empresas solo disminuye entre marzo y junio de 5% a 4,6% y aumenta en septiembre a 5,5%

El Cuadro 4 señala la composición del estado de pérdidas y ganancias. La utilidad bruta aumentó entre septiembre de 2003 e igual mes de 2004 para el total de empresas, porque el crecimiento de las ventas (16%) fue mayor que el de los costos (14,6%). La utilidad bruta creció también para las empresas productoras de bienes transables y no transables, aunque en mayor grado para las primeras. La utilidad bruta de las productoras de bienes transables creció por el comportamiento positivo de las ventas, y la de las productoras de bienes no transables por la disminución en el costo de ventas.

La utilidad operacional registró un crecimiento importante para todas las empresas. Esta utilidad creció 56% entre septiembre de 2003 e igual mes de 2004 para el total, debido al leve crecimiento en los gastos operacionales (2%). Para las empresas productoras de bienes transables aunque el crecimiento de los gastos operacionales fue mayor que para el total de empresas, la utilidad operacional creció 48%. Para las productoras de bienes no transables, los gastos operacionales decrecieron en 4%, lo que hizo crecer la utilidad operacional 69%.

La utilidad antes de impuestos se redujo para el total de empresas en 14% por la disminución de 67% en la de las empresas productoras de bienes no transables. Este comportamiento está explicado principalmente por una reducción considerable en los ingresos no operacionales. Para las productoras de bienes transables, la utilidad antes de impuestos sí aumentó, porque los ingresos no operacionales crecieron por encima de los gastos no operacionales.

La utilidad final disminuyó para el total de empresas por la reducción en la de las productoras de bienes no transables. Por el contrario, la utilidad final para las productoras de bienes transables sí tuvo un crecimiento importante. Este resultado en la utilidad final es generado por el comportamiento de los gastos y los ingresos que ya se mencionó y es similar al de la utilidad operacional, dado que los rubros finales del estado de pérdidas y ganancias no influyeron sobre la utilidad final¹⁸.

Los resultados de la utilidad antes de impuestos y la utilidad final difieren nuevamente cuando se aísla el efecto del sector de comunicaciones. Los ingresos no operacionales disminuyen sólo de manera moderada para las empresas productoras de bienes no transables, y esta reducción combinada con

¹⁸ Para las empresas productoras de bienes transables los impuestos de renta y complementarios crecieron de \$0,3 b a \$0,6 b entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004. A pesar de ser un crecimiento importante comparado con el de las empresas productoras de bienes no transables, no cambia la conclusión sobre la utilidad final.

Cuadro 4

Composición del estado de pérdidas y ganancias por sectores

	Billones de pesos			Porcentaje de ventas		
	Sep-03	Dic-03	Sep-04	Sep-03	Dic-03	Sep-04
Total						
Ingresos operacionales	26,9	27,4	31,2	100,0	100,0	100,0
Menos costos de ventas	17,5	17,7	20,1	65,3	64,5	64,5
Utilidad bruta	9,3	9,7	11,1	34,7	35,5	35,5
Menos gastos operacionales	6,5	6,2	6,6	24,0	22,6	21,1
Gastos de administración	2,9	3,0	3,0	10,9	10,8	9,7
Gastos de ventas	3,5	3,2	3,5	13,2	11,8	11,4
Utilidad operacional	2,9	3,5	4,5	10,7	12,9	14,4
Más ingresos no operacionales	4,1	3,0	2,4	15,3	11,1	7,8
Ingresos financieros (*)	2,2	1,1	0,7	8,0	3,9	2,3
Menos gastos no operacionales	3,8	4,1	4,2	14,3	15,0	13,5
Egresos financieros (*)	2,6	2,1	2,4	9,7	7,8	7,7
Utilidad antes de impuestos	3,2	2,5	2,7	11,7	9,0	8,7
Más ajustes por inflación	0,6	0,6	0,6	2,2	2,2	1,8
Menos impuestos de renta y complementarios	0,5	0,7	0,8	2,0	2,4	2,7
Utilidad final	3,2	2,4	2,5	12,0	8,8	7,9
Transables						
Ingresos operacionales	13,5	14,1	17,7	100,0	100,0	100,0
Menos costos de ventas	9,0	9,4	12,1	66,5	66,6	68,3
Utilidad bruta	4,5	4,7	5,6	33,5	33,4	31,7
Menos gastos operacionales	2,7	2,7	3,0	20,3	19,4	16,9
Gastos de administración	1,1	1,1	1,2	8,4	8,0	6,6
Gastos de ventas	1,6	1,6	1,8	11,8	11,4	10,2
Utilidad operacional	1,8	2,0	2,6	13,2	14,0	14,9
Más ingresos no operacionales	1,2	1,3	1,4	9,0	9,0	7,9
Ingresos financieros (*)	0,3	0,3	0,3	2,5	2,2	1,6
Menos gastos no operacionales	1,9	1,8	2,0	14,0	12,5	11,2
Egresos financieros (*)	1,0	1,0	1,3	7,3	7,4	7,4
Utilidad antes de impuestos	1,1	1,5	2,1	8,2	10,4	11,6
Más ajustes por inflación	0,2	0,2	0,3	1,4	1,7	1,5
Menos impuestos de renta y complementarios	0,3	0,4	0,6	2,4	3,2	3,5
Utilidad final	1,0	1,3	1,7	7,3	9,0	9,5
No transables						
Ingresos operacionales	13,4	13,3	13,4	100,0	100,0	100,0
Menos costos de ventas	8,6	8,3	8,0	64,0	62,2	59,6
Utilidad bruta	4,8	5,0	5,4	36,0	37,8	40,4
Menos gastos operacionales	3,7	3,5	3,6	27,8	26,1	26,7
Gastos de administración	1,8	1,8	1,9	13,3	13,8	13,8
Gastos de ventas	1,9	1,6	1,7	14,5	12,3	12,9
Utilidad operacional	1,1	1,6	1,8	8,1	11,8	13,7
Más ingresos no operacionales	2,9	1,8	1,0	21,7	13,3	7,7
Ingresos financieros (*)	1,8	0,7	0,4	13,5	5,6	3,2
Menos gastos no operacionales	2,0	2,3	2,2	14,6	17,6	16,4
Egresos financieros (*)	1,6	1,1	1,1	12,2	8,1	8,1
Utilidad antes de impuestos	2,0	1,0	0,7	15,3	7,5	5,0
Más ajustes por inflación	0,4	0,4	0,3	3,1	2,7	2,3
Menos impuestos de renta y complementarios	0,2	0,2	0,2	1,5	1,5	1,5
Utilidad final	2,3	1,2	0,8	16,8	8,7	5,7

(*) Los ingresos financieros hacen parte de los ingresos no operacionales y se generan por intereses, diferencia en cambio, aceptaciones bancarias y descuentos bancarios, entre otros conceptos. Los egresos financieros hacen parte de los gastos no operacionales y se generan por gastos bancarios, comisiones, intereses, diferencia en cambio y otros.

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

el aumento en los de las empresas productoras de bienes transables genera una reducción muy leve en los ingresos no operacionales del total de empresas. Como los gastos no operacionales permanecen casi en el mismo nivel entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004, la utilidad antes de impuestos y la utilidad final sí aumentan para el total de empresas y para las productoras de bienes transables y no transables.

Como consecuencia del comportamiento en las utilidades, los márgenes bruto (utilidad bruta sobre ventas) y operacional (utilidad operacional sobre ventas) crecieron entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 para el total de empresas. El margen bruto aumentó de 34,7% a 35,5% y el margen operacional de 10,7% a 14,4% (Gráfico 6).

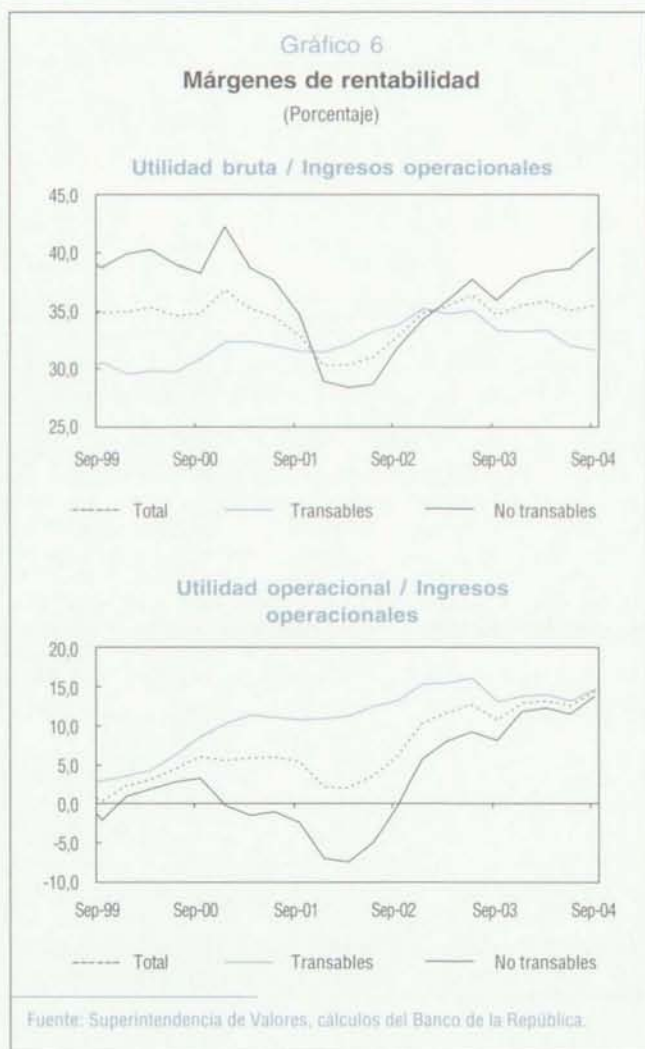
Para las empresas productoras de bienes transables, el margen bruto disminuyó de 33,5% a 31,7% porque las ventas crecieron más que la utilidad bruta

debido al crecimiento de 35% en el costo de ventas. El margen operacional aumentó de 13,2% a 14,9% por el crecimiento de 48% en la utilidad operacional.

Las empresas productoras de bienes no transables aumentaron los dos márgenes conjuntamente. El margen bruto aumentó de 36% a 40,4% porque las ventas permanecieron constantes y la utilidad bruta creció por la disminución en el costo de las ventas. El margen operacional pasó de 8,1% a 13,7% por la reducción en los gastos operacionales que hizo crecer la utilidad operacional en 69%.

b. Indicadores de endeudamiento

En 2001 y 2002 el pasivo como porcentaje del activo para el total de empresas presentó un comportamiento creciente alcanzando el



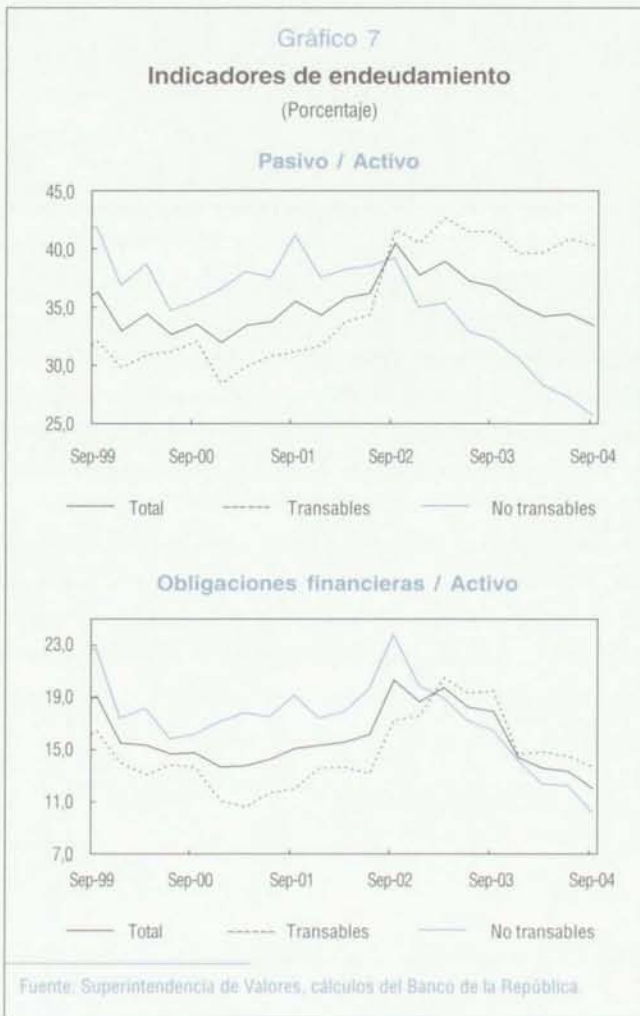
punto más alto en septiembre de 2002 (40,5%). A partir de esta fecha, inició el descenso del endeudamiento global de las empresas aunque con algunos saltos, y desde marzo de 2003 esta disminución es continua, pasando de 38,9% a 33,4% (Gráfico 7).

Para las productoras de bienes transables y no transables, el endeudamiento total ha seguido la misma tendencia del total de empresas. Sin embargo, para las productoras de bienes transables este indicador ha permanecido alrededor del 40% desde diciembre de 2003, y para las productoras de bienes no transables ha registrado una caída importante, de 35,4% en marzo de 2003 a 25,6% en septiembre de 2004¹⁹.

El endeudamiento financiero, ha presentado la misma tendencia del endeudamiento

total aunque con menores diferencias entre sectores. La caída es continua desde marzo de 2003, pasando de 19,7% a 12% en septiembre de 2004 para el total de empresas, de 20,5% a 13,7% para las productoras de bienes transables y de 18,9% a 10,1% para las productoras de bienes no transables (Gráfico 7)²⁰.

Las obligaciones financieras como porcentaje del activo para la muestra homogénea de empresas, disminuyeron cerca de 6 pp entre septiembre de 2003



¹⁹ Entre marzo de 2003 y septiembre de 2004, una empresa del sector de comunicaciones disminuyó sus obligaciones financieras de largo plazo en 44,8%. Esta reducción generó una reducción en el pasivo no corriente y en el pasivo total de esta empresa. Aislado el efecto que genera en el agregado esta disminución, el pasivo como porcentaje del activo pasó de 37,3% en marzo de 2003 a 33,4% en septiembre de 2004 para el total de empresas, y de 31,3% a 25,6% para las empresas productoras de bienes no transables.

²⁰ Similar al indicador de endeudamiento total, el indicador de endeudamiento financiero también se reduce y la caída es menos pronunciada entre marzo de 2003 y septiembre de 2004 cuando se elimina del análisis la empresa del sector de comunicaciones. Para el total de empresas las obligaciones financieras como porcentaje del activo pasaron de 17,3% a 12% y de 13,6% a 10,1% para las empresas productoras de bienes no transables sin la empresa de comunicaciones.

y septiembre de 2004. Esto se debió principalmente a un decrecimiento de 47,6% en las obligaciones financieras de corto plazo. Aunque las obligaciones financieras de largo plazo también descendieron lo hicieron en un porcentaje menor²¹.

De acuerdo con el comportamiento de las obligaciones internas y externas, el total de obligaciones financieras se ha visto reducido durante el último año. Analizando la muestra homogénea de empresas, las obligaciones financieras pasaron de \$10,7 b a \$7,7 b para el total de empresas, de \$5,8 b a \$4,7 b para las productoras de bienes transables y de \$4,9 b a \$3,1 b para las productoras de bienes no transables. Esta disminución se explica por la caída de \$6,1 b a \$3,1 b en las obligaciones financieras con entidades del exterior y del comportamiento constante en \$4,6 b de las obligaciones con entidades internas (Cuadro 5).

El porcentaje de obligaciones financieras con entidades del exterior disminuyó de 57% en septiembre de 2003 a 40% en septiembre de 2004 para el total de empresas, de 57% a 45% para las productoras de bienes transables, y de 57% a 32% para las productoras de bienes no transables. En consecuencia, la participación de las obligaciones internas aumentó dentro del total.

Cuadro 5
Composición de las obligaciones financieras
Muestra homogénea (109 empresas)

	Biliones de pesos					Participación porcentual			
	Total	Externas	Total	Internas Entidades de crédito	Otros	Externas	Total	Internas Entidades de crédito	Otros
Total (*)									
2003	10,7	6,1	4,6	3,7	0,8	57,0	43,0	82,6	17,4
2004	7,7	3,1	4,6	3,9	0,7	40,3	59,7	84,8	15,2
Transables (*)									
2003	5,8	3,3	2,5	2,1	0,4	56,9	43,1	84,0	16,0
2004	4,7	2,1	2,6	2,2	0,4	44,7	55,3	84,6	15,4
No transables (*)									
2003	4,9	2,8	2,1	1,6	0,5	57,1	42,9	76,2	23,8
2004	3,1	1,0	2,1	1,7	0,4	32,3	67,7	81,0	19,0

(*) Saldos a septiembre de 2003 y a septiembre 2004.
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

²¹ Las obligaciones financieras de largo plazo disminuyeron 8,3% para el total de empresas y 21,7% para las productoras de bienes no transables de la muestra homogénea. Para las productoras de bienes transables las obligaciones financieras de largo plazo crecieron 3,3%.

El endeudamiento con el sector financiero nacional en la muestra homogénea aumentó de \$3,7 b a \$3,9 b durante el año que transcurrió entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 debido al aumento de la deuda con los bancos de \$2,7 b a \$2,8 b, la de los BECH de \$11 mil millones (mm) a \$17 mm y de las corporaciones financieras de \$602 mm a \$614 mm (Cuadro 6).

Por ramas de actividad económica, la industria manufacturera, el sector transporte y los servicios aumentaron las obligaciones con el sistema financiero, mientras que el sector comercio, la construcción, las sociedades inversoras y el resto de sectores las redujeron. Este comportamiento se debe principalmente al endeudamiento con los bancos, aunque la industria manufacturera disminuyó levemente las obligaciones con este tipo de entidades. Con las corporaciones financieras aumentaron las obligaciones

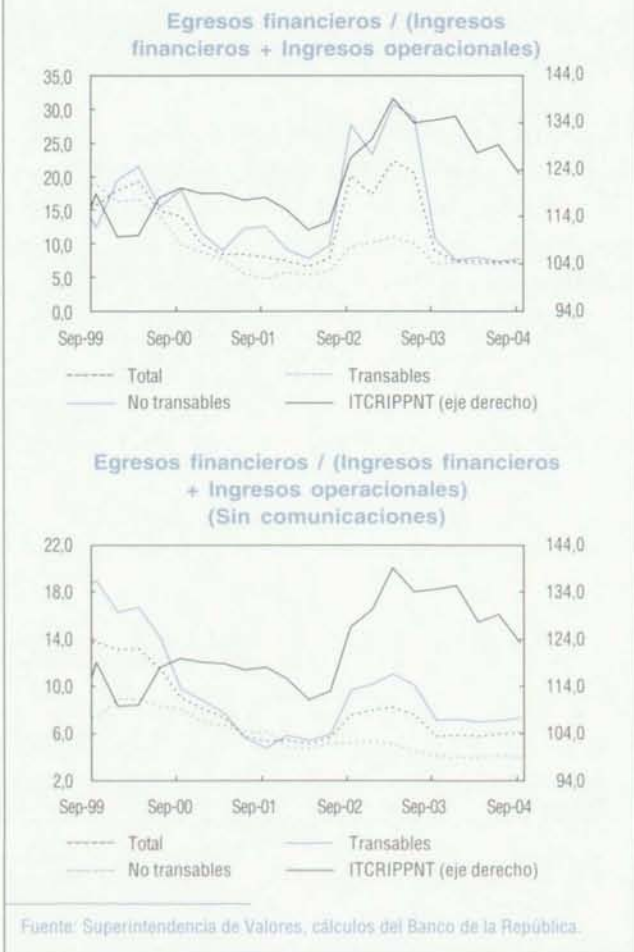
Cuadro 6
Obligaciones financieras por ramas de actividad económica (*)
Muestra homogénea (109 empresas)
(Miles de millones de pesos)

	Bancos		CF		CFC		BECH		Sistema financiero	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Manufactura	1402,7	1394,8	313,6	345,2	25,7	23,5	10,7	16,2	1752,6	1779,8
Alimentos	208,6	198,8	80,4	110,0	3,4	3,2	0,0	0,0	292,3	312,0
Bebidas	481,4	411,7	56,7	43,7	0,0	0,0	0,0	0,0	538,1	455,4
Textiles y confecciones	113,5	115,6	39,4	37,0	7,9	6,6	0,0	0,0	160,8	159,2
Papel	129,9	110,0	34,5	28,7	2,9	6,6	2,7	8,2	170,0	153,5
Productos químicos	319,0	349,5	41,3	30,9	0,5	0,2	0,0	0,0	360,8	380,6
Cemento	150,3	209,2	61,3	94,9	11,0	7,0	8,0	8,0	230,5	319,1
Comercio	452,9	331,6	10,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	463,4	337,6
Artículos consumo popular	452,9	331,6	10,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	463,4	337,6
Transporte	97,4	418,1	90,2	62,0	2,9	0,0	0,0	0,0	190,5	480,1
Comunicaciones	97,4	418,1	90,2	62,0	2,9	0,0	0,0	0,0	190,5	480,1
Servicios varios	182,4	237,3	31,3	33,4	0,2	0,0	0,0	0,0	213,8	270,7
Otros servicios	182,4	237,3	31,3	33,4	0,2	0,0	0,0	0,0	213,8	270,7
Construcción	43,3	23,9	5,7	9,3	2,4	4,8	1,0	0,9	52,3	39,0
Construcción e Ing. civil	43,3	23,9	5,7	9,3	2,4	4,8	1,0	0,9	52,3	39,0
Otros	181,6	125,0	38,3	64,3	348,0	347,8	0,0	0,0	567,9	537,1
Sociedades inversoras	181,6	125,0	38,3	64,3	348,0	347,8	0,0	0,0	567,9	537,1
Resto de ramas	386,1	359,8	113,3	93,8	22,8	18,5	0,0	0,0	522,2	472,1
Total general	2746,3	2890,4	602,9	614,1	402,0	394,7	11,6	17,2	3762,8	3916,3

(*) Saldos a septiembre de 2003 y a septiembre de 2004.

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

Gráfico 8
Indicador de presión financiera



de la industria, servicios, construcción y las sociedades inversoras. Con las compañías de financiamiento comercial únicamente la construcción aumentó sus obligaciones.

La presión financiera de las empresas se ha mantenido constante desde diciembre de 2003, alrededor de 7,5%. A septiembre de 2004, para las empresas productoras de bienes transables y no transables, el peso de los gastos financieros es muy similar al del total de empresas, aunque para las primeras está por debajo (7,3%) y para las segundas por encima e igual a 7,8% (Gráfico 8).

Aislado el efecto de la rama de transporte y comunicaciones que pertenece a las empresas productoras de bienes no transables y la cual aumentó considerablemente su presión financiera durante períodos de devaluación, se observa que

la presión financiera de las productoras de bienes no transables es constante desde septiembre de 2003 e igual a 4,1%, porcentaje que está por debajo del de las productoras de bienes transables y el cual reduce a 6,1% este indicador para el total de empresas en esta misma fecha.

El Cuadro 7 muestra la composición del balance para la muestra homogénea. Entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004, el crecimiento de 11% del activo se explicaba principalmente por el incremento en las inversiones. El pasivo total, por su parte, decreció 2% por la disminución en las obligaciones financieras de corto plazo, y el patrimonio creció 19% debido a un crecimiento de casi todos sus componentes, destacándose el incremento en el superávit por valorizaciones, el superávit de capital y las reservas.

Este comportamiento del pasivo y el patrimonio, revela una recomposición de las fuentes de financiamiento de las firmas hacia el uso de recursos

Cuadro 7
Composición del balance, 2003-2004 (*)
Muestra homogénea (109 empresas)

	Activo					Pasivo					
	Billones de pesos		Participación porcentual		Crecimiento	Billones de pesos		Participación porcentual		Crecimiento	
	2003	2004	2003	2004		2003	2004	2003	2004		
Corto plazo											
Disponible	0,5	0,6	4,0	4,7	12,7	Obligaciones financieras	5,2	2,7	45,6	27,6	(47,6)
Inversiones	2,3	3,3	17,3	25,9	44,2	Proveedores	1,7	2,0	14,7	20,4	20,3
Deudores	7,3	5,4	55,6	42,7	(25,9)	Cuentas por pagar	2,2	2,5	19,4	25,5	14,2
Inventario	2,8	3,0	20,9	23,7	9,5	Impuestos gravámenes	0,3	0,4	2,8	3,6	11,9
Diferidos	0,3	0,2	2,0	2,0	(6,6)	Obligaciones laborales	0,1	0,2	1,2	1,6	17,0
Otros activos	0,0	0,1	0,3	1,0	282,7	Bonos y papeles	0,2	0,6	2,0	6,1	159,5
Activo corriente	13,2	12,7	100,0	100,0	(3,7)	Pasivo corriente	11,5	10,0	100,0	100,0	(13,3)
Largo plazo											
Inversiones	14,9	19,7	32,4	37,1	32,4	Obligaciones financieras	5,4	5,0	53,5	44,1	(8,3)
Deudores	1,1	1,0	2,4	1,9	(9,2)	Proveedores	0,1	0,1	1,3	0,9	(21,2)
Prop. planta y equipo	8,3	8,9	18,0	16,7	6,8	Cuentas por pagar	0,2	0,3	2,4	2,7	26,1
Intangibles	7,3	6,4	15,9	12,1	(12,1)	Impuestos gravámenes	0,1	0,1	1,2	0,9	(15,7)
Diferidos	1,6	1,2	3,5	2,3	(23,6)	Obligaciones laborales	0,1	0,0	0,6	0,4	(21,9)
Otros activos	0,1	0,2	0,2	0,3	79,9	Bonos y papeles	2,7	4,3	27,0	37,7	55,1
Valorizaciones	12,8	15,7	27,7	29,6	23,3	Pasivo no corriente	10,2	11,3	100,0	100,0	11,3
Activo no corriente	46,1	53,1	100,0	100,0	15,4	Pasivo total	21,7	21,3			(1,8)
Activo total	59,2	65,8			11,1	Patrimonio	37,6	44,5			18,6

(*) Saldos a septiembre de 2003 y a septiembre de 2004.

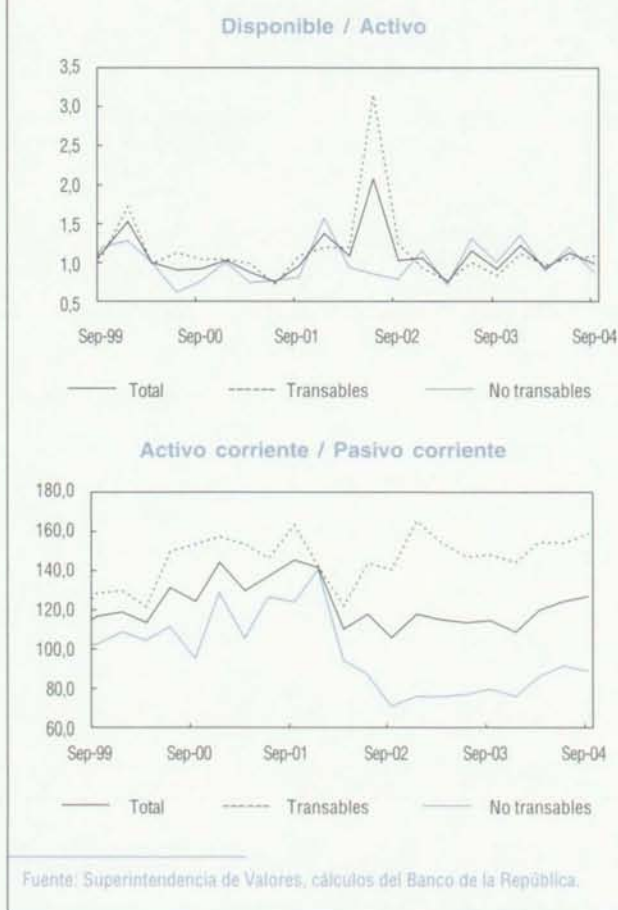
Fuente: Superintendencia de Valores; cálculos del Banco de la República.

propios. Además, la disminución en la participación de las obligaciones financieras dentro del pasivo total ha generado un incremento en la participación de los bonos, cuyo crecimiento entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 ha sido importante, como se verá más adelante.

c. Indicadores de liquidez

El disponible como proporción del activo ha permanecido desde junio de 2003 hasta septiembre de 2004 en un valor promedio de 1% para el total de empresas. Para aquellas productoras de bienes transables y no transables, el comportamiento del indicador de liquidez ha sido similar al del total, aunque entre junio y diciembre de 2003 la liquidez de las productoras de bienes transables estuvo por debajo de la de las productoras de bienes no transables, patrón que se revirtió en septiembre de 2004 (Gráfico 9).

Gráfico 9
Indicadores de liquidez
(Porcentaje)



El indicador que relaciona el activo y el pasivo de corto plazo permaneció estable durante 2003 aunque con una caída al final del año. En 2004 creció hasta alcanzar 126,8% en septiembre. Para las empresas productoras de bienes transables, este indicador disminuyó durante 2003, pero se ha recuperado a lo largo de 2004 alcanzando 159,1% en septiembre; para las productoras de bienes no transables permaneció constante durante 2003 y ha aumentado durante 2004, aunque se encuentra en un nivel muy bajo en comparación con el de las productoras de bienes transables y con el total de empresas (Gráfico 9)²².

Al analizar nuevamente la muestra homogénea de empresas, el disponible sobre el activo total aumentó entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 para las productoras de bienes transables

en 0,1 pp. Esto se debió al crecimiento de 31,1% del disponible, que fue mayor que el crecimiento del activo (15,2%). Para las productoras de bienes no transables esta relación se redujo porque el disponible decreció en 3,1%. Para el total de empresas este indicador de liquidez permaneció casi constante porque el disponible y el activo crecieron casi al mismo ritmo²³ (Cuadro 7).

La relación entre activo y pasivo de corto plazo aumentó entre septiembre de 2003 e igual mes de 2004 para el total de empresas de acuerdo con la muestra homogénea. El activo corriente y el pasivo corriente decrecieron pero la caída

²² En septiembre de 2004 el activo corriente sobre el pasivo corriente representó solo un 89% para las empresas productoras de bienes no transables. Esta diferencia entre sectores se debe principalmente a sectores como la construcción (otras construcciones), comercio (artículos varios de consumo popular) y comunicaciones, los cuales presentan niveles muy bajos en su relación corriente.

²³ El disponible creció 12,7% y el activo total 11,1% entre septiembre de 2003 e igual mes de 2004 para el total de empresas.

fue mayor para el pasivo corriente. La variación de -3,7% en el activo de corto plazo estuvo explicada por la caída en los deudores de -25,9% y la de -13,3% en el pasivo corriente por la disminución de 47,6% en las obligaciones financieras (Cuadro 7).

d. Crecimiento de los bonos en 2004

Como ya se mencionó en el análisis de composición del balance, los bonos y papeles comerciales han tenido un crecimiento importante y han aumentado su participación dentro del pasivo total.

De acuerdo con la información de las empresas reportada en los balances, entre septiembre de 2003 y septiembre de 2004 para la muestra homogénea, el total de bonos y papeles comerciales pasó de \$2,9 b a \$4,8 b, representando una variación de 63,3% (Cuadro 8).

Divididos por plazo, en septiembre de 2003 los bonos de corto plazo representaron el 7,8% del total de emisiones y los de largo plazo el 92,2%. Esta composición pasó a 12,5% para los bonos de corto plazo y 87,5% para los de largo plazo en septiembre de 2004. Durante el mismo período, los de corto plazo crecieron 159,5% y los de largo plazo 55,1%.

La importancia de los bonos y papeles comerciales dentro del pasivo aumentó durante el último año. Los bonos de corto plazo pasaron de representar el

Cuadro 8
Bonos y papeles comerciales (*)
Muestra homogénea (109 empresas)

	Miles de millones		Crecimiento	Participación	
	2003	2004		2003	2004
Total					
Corto plazo	234,0	607,2	159,5	7,8	12,5
Largo plazo	2.748,2	4.263,0	55,1	92,2	87,5
Total	2.982,2	4.870,2	63,3	100,0	100,0
Transables					
Corto plazo	45,9	116,1	153,2	2,7	3,4
Largo plazo	1.681,0	3.338,7	98,6	97,3	96,6
Total	1.726,9	3.454,9	100,1	100,0	100,0
No transables					
Corto plazo	188,1	491,1	161,1	15,0	34,7
Largo plazo	1.067,2	924,2	(13,4)	85,0	65,3
Total	1.255,3	1.415,3	12,7	100,0	100,0

(*) Saldos a septiembre de 2003 y a septiembre de 2004.

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

2,0% del pasivo corriente en septiembre de 2003 a 6,1% en igual mes de 2004. Los de largo plazo aumentaron aún más su importancia dentro del pasivo no corriente, pues representaron en 2004 el 37,7% después de representar en 2003 sólo el 27%. Adicionalmente, los bonos y papeles comerciales de largo plazo son el segundo rubro en importancia después de las obligaciones financieras de largo plazo, las cuales disminuyeron su participación dentro del pasivo no corriente de 53,5% en septiembre de 2003 a 44,1% en septiembre de 2004.

El total de bonos y papeles comerciales representó en septiembre de 2003 el 13,8% del pasivo total y en septiembre de 2004 el 22,9%. Sin embargo, la mayoría de las emisiones de bonos y papeles comerciales en 2003 y 2004 se llevó a cabo únicamente por tres empresas grandes. Una de ellas es una sociedad inversora, otra es una empresa del sector bebidas, y la otra es una empresa del sector comercio. A septiembre de 2003, el 78% de los bonos de corto plazo fue emitido por la empresa del sector comercio y el 17% de los mismos por la empresa de bebidas; para los de largo plazo, el 44% fue emitido por la misma empresa del sector bebidas.

Para 2004, el 49% de los bonos de corto plazo fueron de la empresa de comercio, el 25% de la sociedad inversora y el 12% de la empresa de bebidas. Para los de largo plazo, el 67% fue emitido por la empresa de bebidas.

La información de ofertas públicas de la Superintendencia de Valores contiene una descripción más detallada en cuanto a plazos y objetivos de las colocaciones de títulos en el mercado. Los bonos ordinarios tienen plazos de entre tres y 10 años generalmente y los papeles comerciales son todos de corto plazo, mayores de quince días y menores de un año.

Los objetivos de las colocaciones de bonos ordinarios fueron en la mayoría de los casos, sustituciones de pasivos financieros. Mientras algunas empresas especifican que dichas sustituciones fueron de pasivos en dólares, otras simplemente revelan que sustituyeron pasivos de largo plazo. A su vez, los objetivos de los papeles comerciales fueron el desarrollo de las operaciones normales de las empresas, la ejecución de planes de inversión y la sustitución de deuda de corto plazo.

3. Expectativas empresariales

La percepción de los empresarios acerca de la situación de la economía es un aspecto muy importante para valorar si existe un ambiente favorable para la inversión y el crecimiento de las empresas del sector privado.

De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco de la República de octubre de 2004, el crecimiento esperado del PIB para el año que termina es

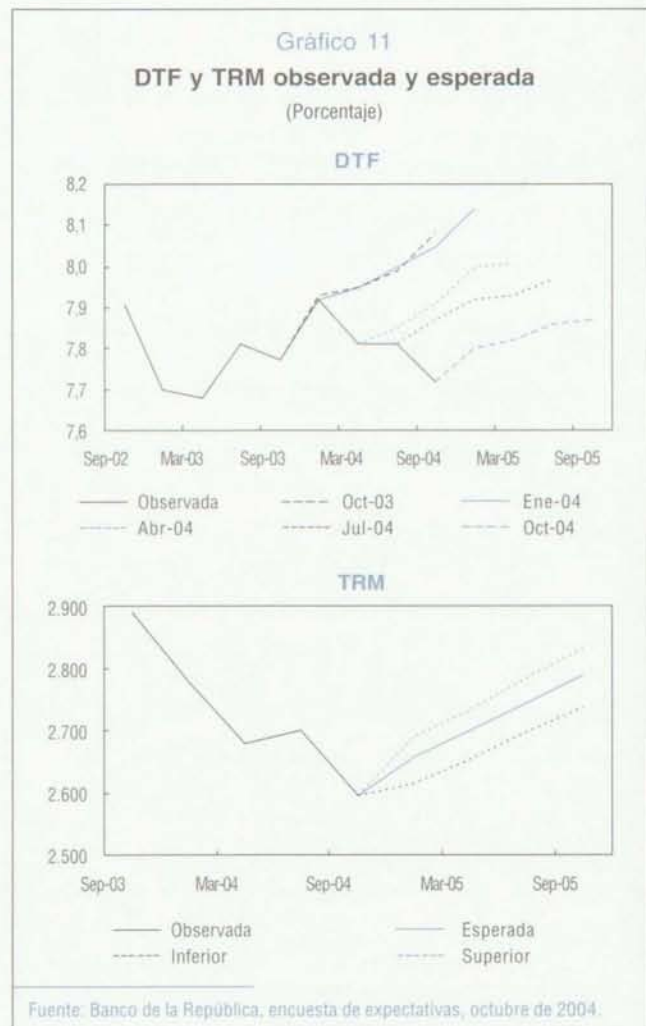
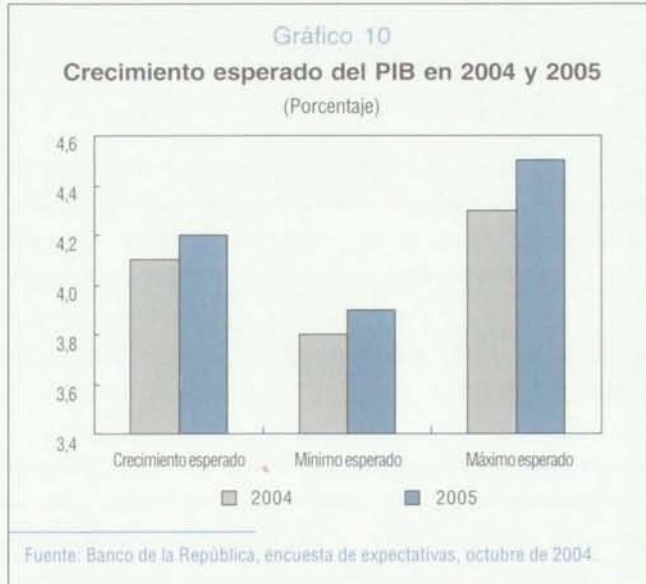
de 4,1% y para 2005 es de 4,2% (Gráfico 10). El crecimiento mínimo esperado es de 3,8% y 3,9% para 2004 y 2005, respectivamente, y el máximo esperado es de 4,3% para 2004 y 4,5% para 2005. Si se comparan estos resultados con la encuesta de abril de este año, la expectativa para 2004 era de 3,9% y para 2005 de 4,3%.

La opinión de los empresarios sobre la DTF también hace parte de la encuesta de expectativas. El valor observado de la DTF se ubicó en septiembre de 2004 en 7,72% y permaneció en este mismo nivel en octubre de 2004 (Gráfico 11). Los empresarios esperan que la DTF termine el año por encima del valor observado en octubre²⁴ y que en 2005 durante marzo, junio y septiembre ésta continúe subiendo hasta 7,87% en septiembre de 2005.

Los valores esperados para la DTF en la encuesta de julio de 2004 estaban por encima de los de la encuesta de octubre, incluso la expectativa para septiembre estuvo por encima del valor observado.

La tasa representativa del mercado se ubicó en \$2.595 por dólar en septiembre y en \$2.575 en octubre. Los empresarios esperan, de acuerdo con

²⁴ Los encuestados esperan que la DTF para diciembre sea de 7,80%.



la misma encuesta, que el precio del dólar cierre el año en \$2.657 y que en 2005 continúe subiendo hasta alcanzar \$2.790 en septiembre. Incluso como tasa máxima esperan un valor de \$2.832 por dólar en septiembre de 2005 (Gráfico 11).

En la encuesta de abril de este año, los empresarios esperaban para junio una tasa representativa del mercado (TRM) de \$2.700 pesos, que fue igual a la observada; para septiembre de 2004 el valor esperado sí estuvo por encima del valor observado²⁵. El precio del dólar que esperan los empresarios para diciembre de 2004 y marzo de 2005 de acuerdo con las encuestas de abril y octubre es muy diferente, estando por encima el valor esperado de la primera encuesta.

De acuerdo con la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo de septiembre de 2004, la expectativa sobre la situación económica de la empresa, que había aumentado durante los últimos meses del año pasado y hasta enero de 2004, ha caído desde este momento aunque con pequeños aumentos en algunos meses, incluso en septiembre se observa una de estas moderadas alzas (Gráfico 12).

La percepción sobre la liquidez actual de la economía de acuerdo con la encuesta de expectativas de octubre de 2004, es que es alta para el 84% de los encuestados y baja para el 6,2%, y la expectativa sobre la evolución de la liquidez durante los próximos seis meses, es que no cambia para 69,1% de los encuestados y que

estará por encima para el 23,5% (Gráfico 13).



La percepción actual de los empresarios con respecto a la disponibilidad de crédito es que es alta para el 87,7% y baja para el 6,2% de los encuestados, y en cuanto a lo que esperan de la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses, el 75,3% cree que no cambiará y el 21% espera que aumente (Gráfico 13).

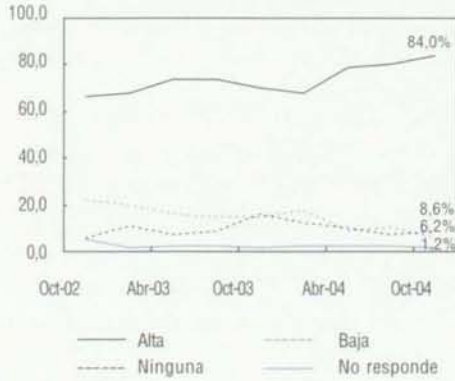
En el informe especial sobre inversión de la encuesta de opinión industrial conjunta

²⁵ Para septiembre de 2004 los empresarios esperaban, de acuerdo con la encuesta de expectativas de abril, que la tasa representativa del mercado fuera de \$2.741 por dólar. El valor observado en este mes fue de \$2.595 por dólar.

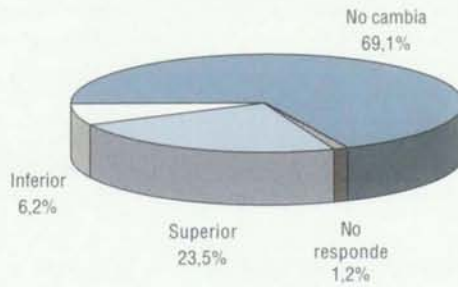
Gráfico 13

Percepción de la liquidez y de la disponibilidad de crédito

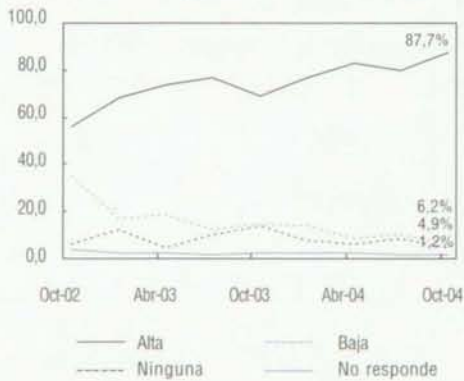
Percepción actual de la liquidez en la economía



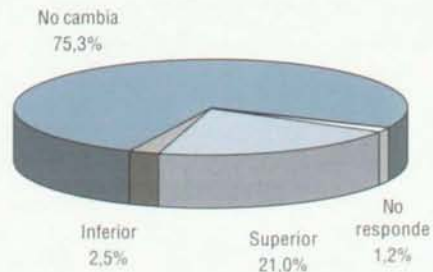
Evolución de la liquidez en los próximos seis meses



Percepción actual de la disponibilidad de crédito



Evolución de la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2004.

(EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de septiembre de 2004, los encuestados consideran que 2004 fue un año bueno para la industria manufacturera, dados los crecimientos positivos de las ventas y la producción, la alta utilización de la capacidad instalada, el mejor ambiente de seguridad y las tasas de interés e inflación moderadas.

Además creen que 2005 será un año favorable para invertir, incluso el 60% asegura que incluirá proyectos de inversión en sus programas. Esta inversión estará destinada a una modernización tecnológica y ensanche de planta, a ampliar mercados externos e internos y como una respuesta estratégica frente al TLC. La financiación de la inversión se hará con recursos propios como primera fuente y con mayor deuda interna y externa.

La situación actual es buena para el 62,4% de los encuestados y el 35,1% considera que su situación mejorará en el inmediato futuro. Los principales problemas a los que se enfrentan son la baja demanda, el costo de las materias primas, bajos márgenes de rentabilidad e incertidumbre frente a la tasa de cambio.

RECUADRO 1

BURBUJA EN PRECIOS DE ACTIVOS

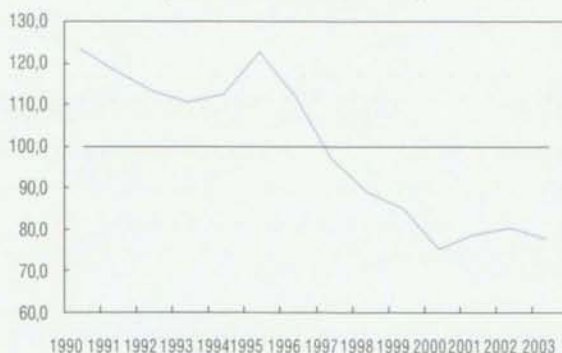
El propósito de este recuadro es revisar la evidencia de burbujas especulativas en los precios de los activos en Colombia. Específicamente se analizan el mercado hipotecario y el de valores.

Para verificar la existencia de burbujas en ambos mercados, se construye un índice de precios sobre retorno (*price to equity*) de activos. Dicha metodología consiste en comparar un índice de precios con un índice de los retornos que ofrece, razón que posteriormente se contrasta contra su valor de largo plazo, con el fin de tener una medida del grado de sobrevaloración observado en el mercado en cuestión.

Para buscar evidencia de burbujas en el mercado hipotecario, se construye la razón entre el índice de precios de vivienda usada y el índice de arriendos de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República, y se grafican sus desviaciones de un

promedio de largo plazo (1990-2003). Debido a que el valor del índice correspondiente a 2004 se encuentra en proceso de revisión, se omite de la muestra. Como se observa en el Gráfico R1.1, el valor del indicador se encuentra cercano al 80% del valor de largo plazo en el mes de diciembre de 2003, luego de haber experimentado sobrevaloraciones cercanas al 25% en

Gráfico R1.1
Razón de precios de vivienda a arriendos
(Promedio 1990 - 2003 = 100)



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

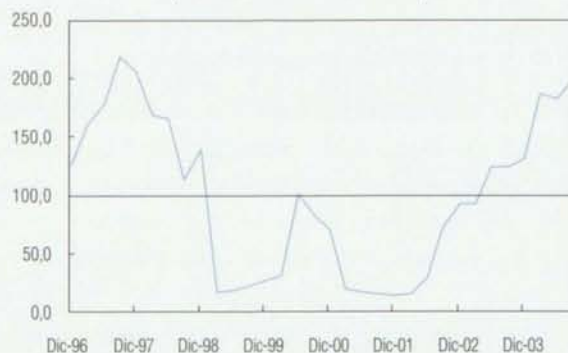
1995. No obstante, podría esperarse que el indicador haya tenido un leve repunte en 2004, que lo llevaría a niveles cercanos al 85%-90%.

Si bien el gráfico sugiere la no existencia de una burbuja hipotecaria en este momento, el resultado debe ser leído con cautela, debido a que tanto el numerador como el denominador del presente indicador se construyen con información agregada.

Por otra parte, el mercado bursátil ha venido experimentando un crecimiento sin precedentes desde mediados de 2003. Para verificar la existencia de una burbuja especulativa en este mercado, se construye la razón entre el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) sobre un indicador de retorno de activos de las firmas cotizantes, calculado de la siguiente forma: 1) se usa la información de la Superintendencia de Valores, a partir de la cual se elabora una razón de utilidad operacional sobre la cuenta del balance correspondiente a propiedad, planta y equipo; 2) como indicador de rentabilidad del capital de cada firma, se toma un promedio móvil de ocho trimestres de la razón generada anteriormente, ponderada por el monto de capital fijo por firma como proporción del *stock* de capital fijo total de la muestra, y 3) finalmente, se agrega la información para cada trimestre y se eliminan los indicadores de rentabilidad de signo negativo, por considerarse que firmas con tales promedios no entran en la construcción del IGBC en donde se toman aquellas de mayor bursatilidad.

El Gráfico R1.2 muestra el valor de la razón del IGBC sobre el indicador de retorno de activos de las firmas. A pesar de existir evidencia de una burbuja en el mercado de valores colombiano, la conclusión merece mayor análisis. Como primera medida, el nivel de sobrevaloración (cerca no al 200% del valor de largo plazo) puede ser exagerado, dado que la muestra de datos incluye la época de crisis (1998-2001), pero sólo parte de la fase ascendente anterior a 1997. En este sentido, el promedio de largo plazo puede estar sesgado a un valor inferior al que se encontraría en una muestra de datos que cubriera ambos ciclos.

Gráfico R1.2
Razón de IGBC a índice de retorno al capital
(Promedio 1996 - 2004 = 100)



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

Sin embargo, el hecho de tomar la utilidad operacional para efectos del indicador de rentabilidad en vez de la utilidad neta, hace que la burbuja sea más grande de lo que sugieren los datos, ya que el costo financiero y tributario que enfrentan las firmas haría más exagerado aún el retorno de inversión accionario frente al flujo esperado de dividendos de sus acciones.

De otro lado, si bien el nivel del indicador está cercano al observado en agosto de 1997, la profundización del mercado accionario podría explicar parte del aumento galopante de la razón en el último año, fenómeno que se acentúa de cara a las fuertes entradas de capital que se han observado.

Por último, aunque el indicador está construido para las firmas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia exclusivamente, puede ser representativo de un fenómeno que se esté dando a un nivel más agregado, ya que buena parte de los capitales extranjeros que están entrando al país se ha ido a empresas que no se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores.

En síntesis, se puede decir que el mercado bursátil presenta síntomas de sobrevaloración. Esto puede estarse induciendo por la entrada de capitales reciente, por una parte, o simplemente como una reacción natural del mercado, luego del período de bajo crecimiento que redundó en una prolongada inactividad de la bolsa en el período de 2000 a 2002. Igualmente, la tendencia a la baja de la inflación ha permitido un escenario de tasas moderado, lo cual incide positivamente en el valor de las acciones.

B. Hogares

1. Montos y exposición general

La exposición del sistema financiero con respecto a los hogares se calcula como la suma de la cartera extendida a estos deudores (de consumo e hipotecaria) y las inversiones en títulos respaldados por deuda hipotecaria, en el balance de los establecimientos de crédito. En octubre de 2004, el monto expuesto a los hogares ascendía a \$22,4 b.

La participación de esta deuda en los activos del sistema financiero continúa en descenso y alcanza un nuevo mínimo histórico en octubre de 2004, con un registro de 20,4%. Esta cifra representa una caída de un punto frente al nivel reportado a finales de 2003 (Gráfico 14). Sin embargo, en términos reales, la deuda de los hogares muestra un crecimiento real de 2,2% frente al valor observado en octubre de 2003.

Este modesto crecimiento combina los efectos de una rápida expansión de la cartera de consumo (22,5%) y una contracción del 21,8% de la cartera hipotecaria (14,8% si se incluyen los títulos hipotecarios en el balance de los establecimientos de crédito). Esta última está relacionada no sólo con el estancamiento de los desembolsos de nuevos créditos hipotecarios, sino que también refleja la titularización de una fracción importante de la cartera (\$320 mm en noviembre de 2003 y \$830 mm de cartera improductiva en junio y septiembre de 2004). Se acentúa por ende la tendencia reseñada en ediciones anteriores del reporte, hacia un mayor peso de la cartera de consumo en la deuda de los hogares con el sistema financiero. Para octubre de 2004, su participación ascendía a 55% (Cuadro 9), cinco puntos por encima del nivel registrado en abril del mismo año.

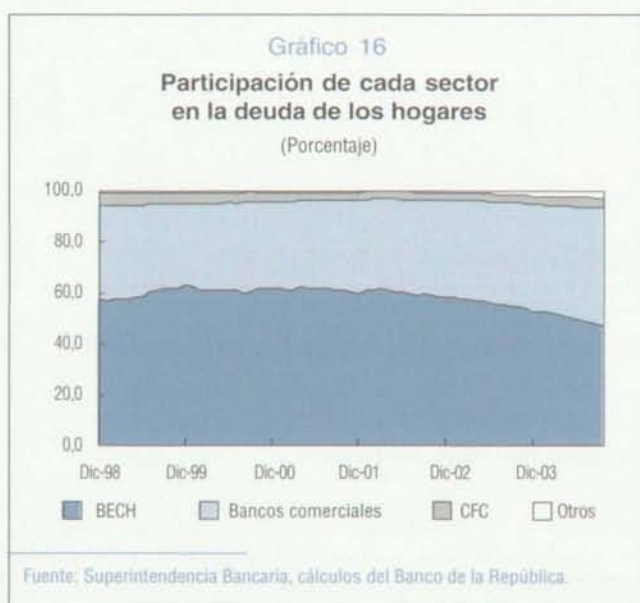
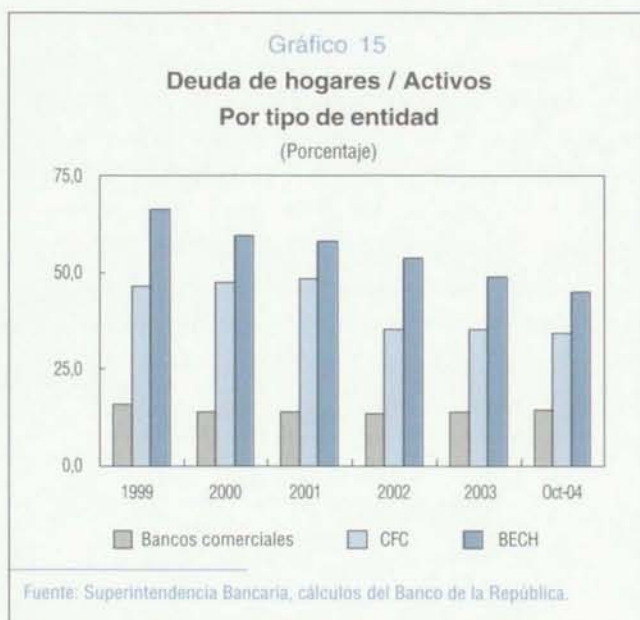
Por tipo de intermediario, los BECH registran una mayor participación de la deuda de los hogares en el total de activos con un 45%. Aunque este indicador se encuentra por encima de los registrados para bancos comerciales y compañías de financiamiento comercial (CFC) (15% y 34%, respectivamente), ha



Cuadro 9
Descomposición de la deuda de los hogares

Tipo	Octubre de 2003		Octubre de 2004		Crecimiento real (Porcentaje)
	Billones de pesos (*)	(Porcentaje)	Billones de pesos (*)	(Porcentaje)	
Hipotecaria	10,8	49,4	8,5	37,8	(21,8)
Consumo	10,0	45,5	12,2	54,6	22,5
Tarjeta crédito	2,2	9,9	2,6	11,5	18,0
Otro	7,8	35,6	9,6	43,1	23,7
Títulos Hipotecarios	1,1	5,1	1,7	7,6	53,3
Total	21,9	100,0	22,4	100,0	2,2

(*) Billones de pesos de septiembre de 2004.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.



mostrado una tendencia decreciente importante a lo largo de 2004, al bajar cuatro puntos entre enero y octubre de este año. La participación de la deuda de los hogares en los activos de los demás intermediarios se ha mantenido constante en el período reseñado (Gráfico 15).

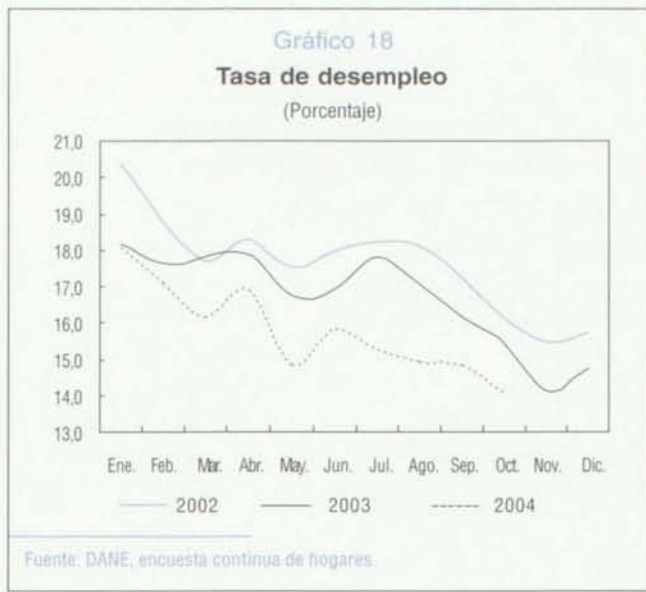
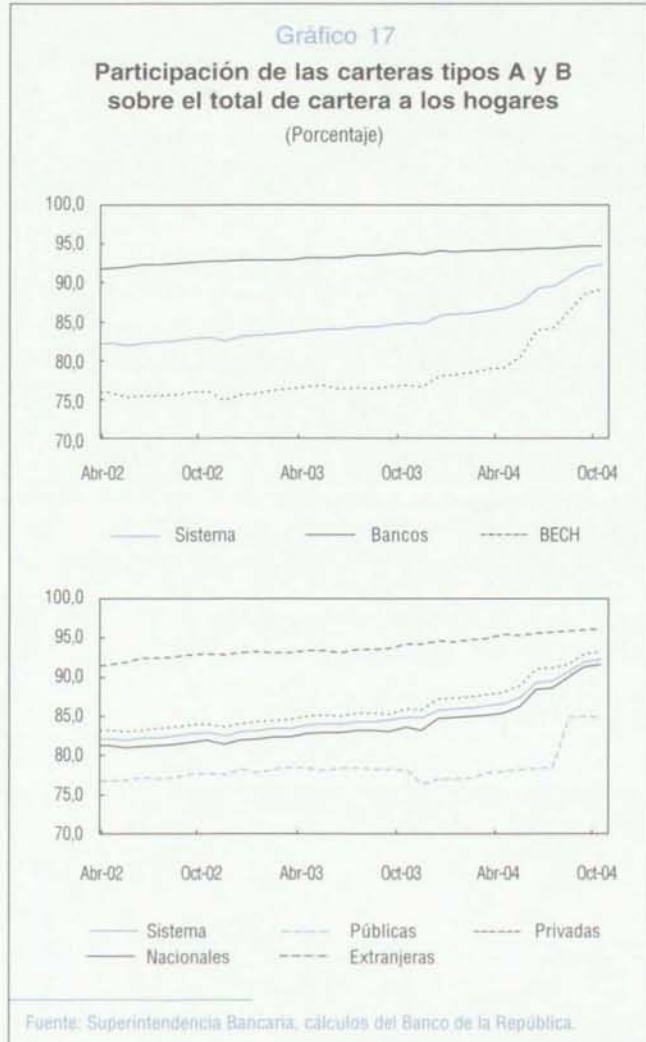
Si se descompone el total de la deuda de los hogares por tipo de intermediario, los bancos comerciales y los BECH alcanzan en octubre de 2004 participaciones alrededor de 47%. El comportamiento de las participaciones ha sido totalmente opuesto; mientras los BECH pierden cinco y medio puntos desde enero de 2004, los bancos comerciales aumentan su participación en 4,5%. Los demás intermediarios aumentan su participación en casi un punto porcentual. Esta recomposición de la deuda de los hogares por tipo de intermediario es un reflejo del comportamiento diferencial de la cartera hipotecaria y de consumo (Gráfico 16).

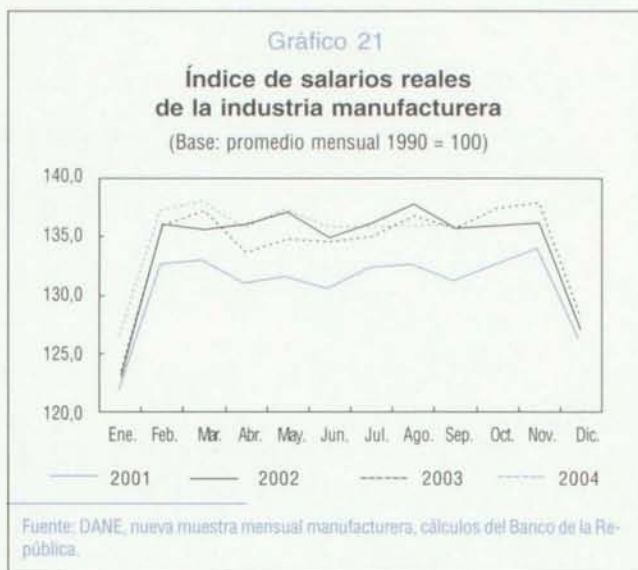
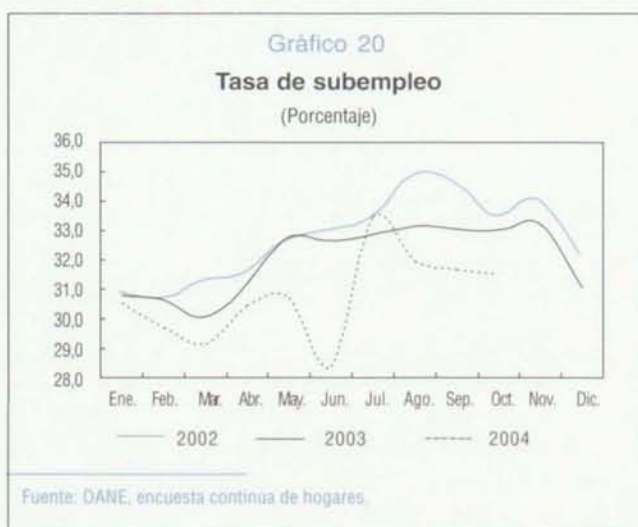
La titularización de cartera improductiva de los BECH en junio y septiembre de 2004 se vio reflejada en una mejora de los indicadores de calidad de cartera de este tipo de intermediario y del sistema en general. La participación de las carteras A y B en el total de la cartera de los hogares del sistema financiero pasa de 87% a 92% entre mayo y octubre de 2004. Los BECH y la banca pública son los subgrupos más favorecidos por esta tendencia, mejorando sus indicadores en nueve y siete puntos, respectivamente. Los demás intermediarios muestran también un leve mejoramiento en la calidad de cartera, pero la tendencia general es hacia una convergencia en las calidades de cartera exhibidas por los distintos grupos de intermediarios (Gráfico 17).

2. Capacidad de pago de los hogares

Una vez conocido el panorama de endeudamiento de los hogares con el sistema financiero, en términos de los montos expuestos y la calidad de los mismos, es necesario completar el panorama con una revisión de la capacidad de pago de los hogares. Para esto se utilizarán indicadores del mercado laboral que permiten observar la evolución de los ingresos de dicho tipo de deudores. Además, se revisará el desempeño de los precios del acervo de activos que poseen, en particular el de la vivienda.

Durante 2004 la tasa de desempleo de 13 ciudades con sus áreas metropolitanas, ha mostrado los menores registros para cada mes del año desde que se inició la medición de la encuesta continua de hogares. Para octubre se situaba en 14,1%, una cifra inferior en 1,3% a la registrada en el mismo mes de 2003 (Gráfico 18). Esta reducción refleja una caída del 10% en el número de desempleados. Sin embargo, también se registró una disminución en la población económicamente activa y un estancamiento en el número de ocupados que se reflejó en una caída de la tasa de empleo de la economía. En octubre de 2004 ésta se ubicaba uno y medio puntos por debajo del





registro de octubre de 2003 (Gráfico 19). Los niveles de subempleo también muestran una disminución de 1,5% durante ese período (Gráfico 20).

Los salarios reales han mostrado una evolución favorable durante 2004. Para el caso de la industria manufacturera, esta se mantiene en niveles similares a los alcanzados en 2002 y 2003 (Gráfico 21). En el caso del comercio minorista, los salarios reales han mostrado un incremento importante en 2004, alcanzando en septiembre de 2004 un nivel superior en 5% al presentado en el mismo mes del año anterior.

Los indicadores del mercado laboral muestran una buena situación de la capacidad de pago de los hogares. Sin embargo, los niveles de desempleo continúan siendo altos y la tasa de empleo muestra señales erráticas que pueden comprometer en el mediano plazo los ingresos de este sector.

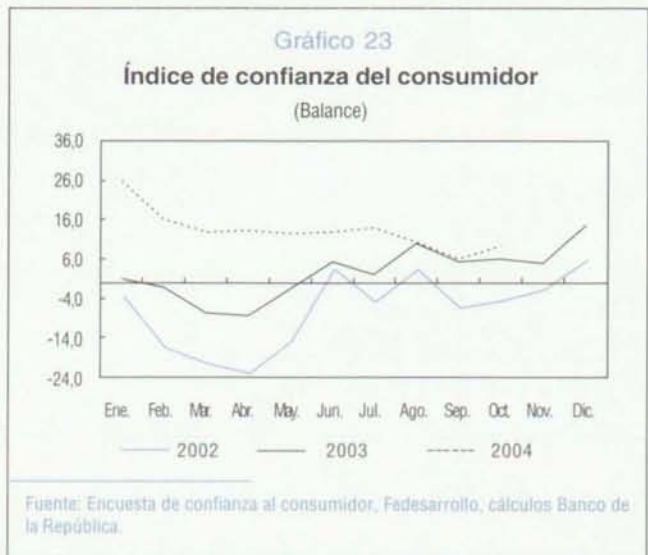
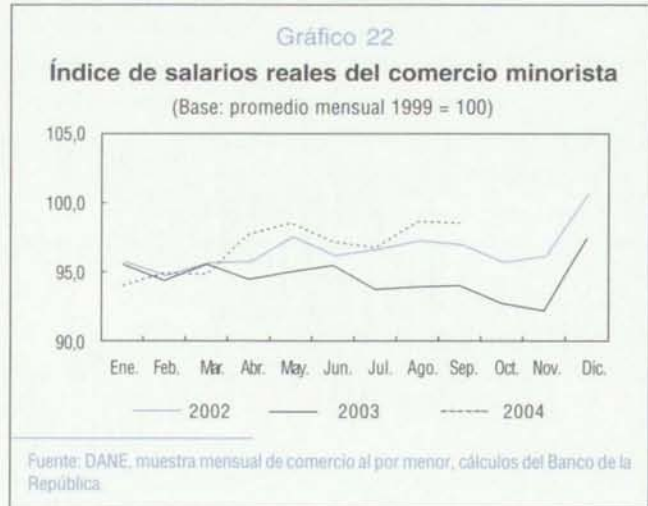
3. Perspectivas

La confianza del consumidor, medida a través del índice construido por Fedesarrollo, se mantiene por encima de los valores registrados en 2002 y 2003. Sin embargo, el avance relativo que mostró el indicador en los primeros cuatro

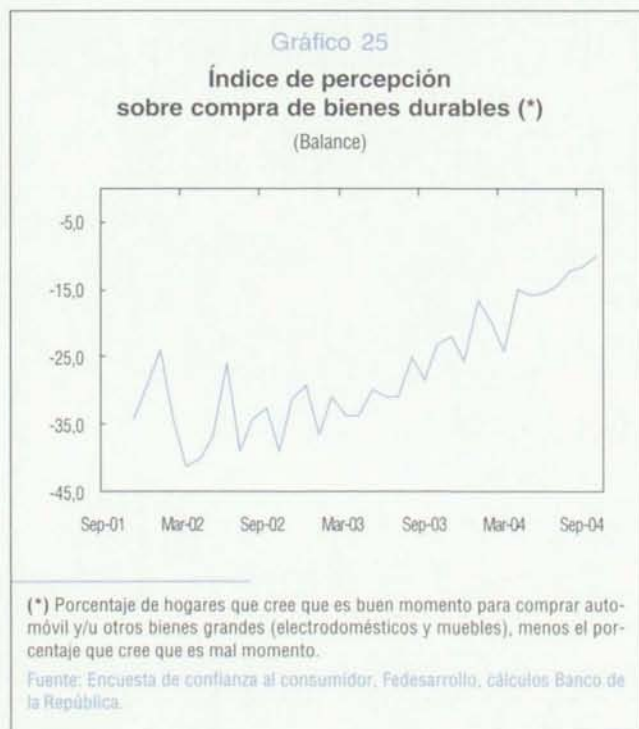
meses del año (alcanzando valores entre 20 y 25 puntos por encima de los registrados en los mismos meses de 2003) ha disminuido. Desde el mes de agosto, esta diferencia, que mide el porcentaje de encuestados que cambiaron su percepción de la situación económica favorablemente, ha sido inferior a cinco puntos (Gráfico 23).

También se observa una evolución desfavorable del índice de percepción sobre compra de vivienda (porcentaje de encuestados que cree que es un buen momento para comprar vivienda menos el porcentaje de encuestados que cree que es un mal momento). Entre abril y septiembre de 2004, el índice baja 14 puntos. En el mes de octubre se presenta un aumento del indicador que reversa la mitad de esta baja. En todo caso, a excepción del mes de septiembre, en 2004 se han registrado los máximos históricos del indicador desde que se inició la encuesta en noviembre de 2001 (Gráfico 24).

La percepción sobre la compra de otros bienes durables muestra una tendencia favorable mucho más consistente (Gráfico 25). En octubre de 2004 alcanza un valor superior en 13 puntos al registrado en el mismo mes de



2003. Este comportamiento responde principalmente a una mejora en las percepciones sobre la compra de muebles y otros bienes grandes, que aumenta 20 puntos en el período reseñado. Las percepciones sobre compra de automóviles también mejoran durante 2004, aunque a un ritmo mucho más moderado.



El comportamiento favorable de las ventas de vehículos, muebles y electrodomésticos, así como la evolución positiva de los índices sobre percepción de compra de estos bienes, plantea un escenario favorable para el crecimiento de la cartera de consumo.

El panorama para la cartera hipotecaria es menos claro. La dinámica favorable que venía registrando el área aprobada para construcción de vivienda desde el año 2000 parece estarse agotando. En septiembre de 2004 el área aprobada en los últimos 12 meses, descendió 3% frente a los valores registrados en abril de 2004. Por otra parte, los desembolsos para compra de vivienda repuntan durante el tercer trimestre de 2004, presentándose un incremento del 17% real frente al mismo trimestre del año anterior, explicado principalmente por el comportamiento de los desembolsos para compra de vivienda usada. Sin embargo, los desembolsos se mantienen en los niveles observados desde finales de 2002 (gráficos 26 y 27).



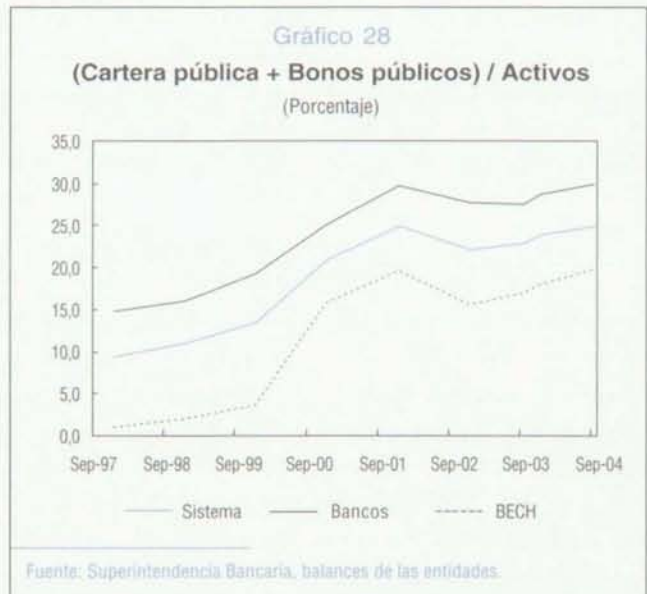
C. Sector público no financiero

1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública²⁶

a. Evolución de la exposición

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

En septiembre de 2004, la deuda del SPNF con el sistema financiero correspondió al 32,5% del monto total expuesto, equivalente a \$26,7 b de tal fecha. Por su parte, la exposición del sistema financiero al sector público se incrementó considerablemente. En esa fecha el indicador fue de 25% (Gráfico 28). Hay que resaltar que este incremento se explica



²⁶ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superintendencia Bancaria, y corresponden a la cartera bruta y los títulos públicos que se registran en los balances de las entidades financieras. Incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario. No se incluyen las instituciones oficiales especiales (IOE).

principalmente por el aumento en las tenencias de títulos públicos por parte del sistema financiero, dado que la cartera pública disminuyó y los activos aumentaron moderadamente²⁷.

b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al centrar el análisis en la evolución de la exposición por tipo de entidad, se encuentra que los bancos comerciales continúan exhibiendo la mayor exposición directa ante la deuda pública, dado que el indicador registró en septiembre de 2004 un nivel de 30%, porcentaje significativamente superior al del resto de entidades financieras. Por su parte, los BECH exhiben un 20% en el indicador de exposición. Hay que resaltar que los incrementos en la exposición en ambos tipos de entidades se encuentran explicados en gran parte por el aumento en las tenencias de títulos públicos. Los bancos comerciales han aumentado en mayor ritmo su exposición ante títulos públicos al exponer un crecimiento real anual de 32,4%, dado que los BECH lo hicieron en 18,6%.

Los bancos comerciales, además de ser los más expuestos del sistema ante la deuda pública, son los que tienen la mayor participación en el total de la misma. Su participación en el total de la deuda pública con el sistema financiero nacional llegó al 77% en septiembre de 2004. En la misma fecha, los BECH aumentaron levemente su participación en la deuda total al registrar 17,18%. Por último, el resto de entidades financieras aumentó marginalmente su participación al poseer en septiembre de 2004 el 5,8% del total de la deuda pública.

En tal fecha, los bonos continuaron ocupando un lugar preferencial en la composición de la deuda pública en los balances del sistema financiero, con una participación de 84,5%, mientras que el restante 15,5% corresponde a la cartera²⁸. De todas las entidades del sistema, las más concentradas en bonos públicos son los BECH, que muestran en septiembre de 2004 una participación de 93,7%. Por último, los bonos representan una parte considerable de la deuda pública en los balances de los bancos comerciales con 83,9%.

2. Deuda agregada del SPNF

En 2003 la deuda bruta del SPNF como porcentaje del PIB rompió la tendencia de crecimiento que comenzó en 1996 y se estabilizó alrededor del 60% del PIB. En septiembre de 2004, a pesar de la disminución en el crecimiento del PIB, esta relación se redujo a 59,1% como consecuencia de la dinámica de

²⁷ En septiembre de 2004 los títulos públicos crecieron 29% real anual, mientras la cartera decreció 18,6% real anual y los activos crecieron 8,8% real anual. Mientras los bonos públicos corresponden al 21,1%, la cartera al 3,9% de los activos totales del sistema.

²⁸ En este caso, la cartera incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario.

la tasa de cambio. Lo anterior se debe a que la deuda del SPNF exhibió un decremento de 3% real anual explicado en gran parte por la apreciación, dado que tanto su deuda interna como la externa en dólares crecieron 4,2% anual y 5% real, respectivamente.

Es de resaltar que, fruto del efecto de la tasa de cambio, la composición entre deuda interna y deuda externa dejó de exhibir el comportamiento equilibrado que se venía dando en años anteriores. Esto se refleja en la disminución de la participación de la deuda externa en pesos en el total de la deuda, representando el 44% del total, mientras que la interna representa el 56% (Cuadro 10).

3. Deuda del GNC

En septiembre de 2004 el endeudamiento del GNC disminuyó moderadamente, hecho principalmente explicado por la reducción de la deuda externa, producto de la apreciación. La deuda interna del GNC representó el 88,8% del total de la deuda pública interna, mientras que la deuda externa representó el 88,7% de la deuda externa total²⁹.

Cuadro 10
Deuda bruta del sector público no financiero (SPNF) 1/

	Interna 4/	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB) 2/			(Participación)		(Crecimiento nominal) 3/		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8			
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,5	50,5	27,7	7,6	16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,6	48,4	48,1	36,2	42,1
Dic-98	23.946,4	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,5	50,5	27,5	38,8	33,0
Dic-99	32.928,5	32.879,2	65.807,7	21,7	21,7	43,4	50,0	50,0	37,5	34,5	36,0
Dic-00	46.653,2	41.965,2	88.618,4	26,7	24,0	50,7	52,6	47,4	41,7	27,6	34,7
Dic-01	54.905,1	50.801,8	105.706,9	29,2	27,0	56,2	51,9	48,1	17,7	21,1	19,3
Dic-02	67.330,5	61.967,6	129.298,0	33,1	30,5	63,6	52,1	47,9	22,6	22,0	22,3
Sep-03	71.210,6	66.396,1	137.606,7	32,3	30,1	62,4	51,7	48,3	0,0	0,0	0,0
Dic-03	74.366,6	65.883,0	140.249,6	32,9	29,1	62,0	53,0	47,0	10,5	6,3	8,5
Sep-04	79.210,1	62.169,1	141.379,2	33,1	26,0	59,1	56,0	44,0	11,2	(6,4)	2,7

1/ No incluye IFI.

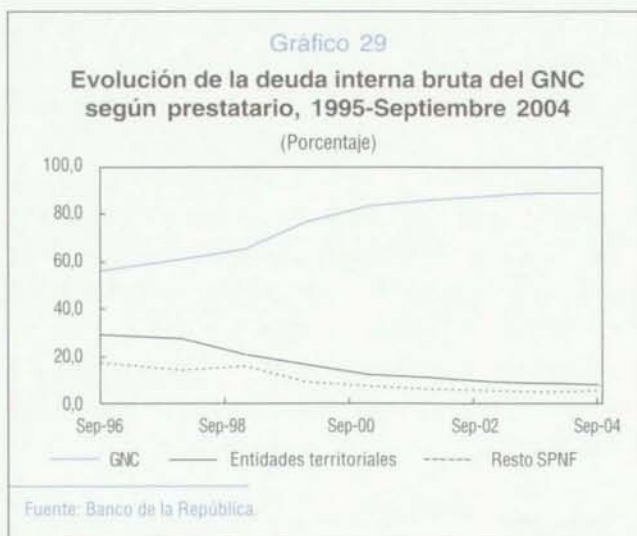
2/ Para los datos trimestrales se utiliza el PIB de los últimos 12 meses.

3/ Para septiembre de 2004 corresponde a la variación con respecto a septiembre de 2003.

4/ En la deuda interna del GNC se incluyen los bonos de capitalización de la banca pública.

Fuente: Banco de la República

²⁹ En septiembre de 2003 la deuda interna representaba el 88,6% del total de la interna, mientras la externa representaba el 86% de la deuda externa del SPNF.



a. Deuda interna del GNC

Si bien el GNC ha moderado el crecimiento de su endeudamiento, éste continúa siendo alto. En septiembre de 2004, la deuda interna del GNC creció 5,1% real anual, lo cual es inferior al crecimiento real anualizado promedio³⁰ de 22% registrado entre 1995 y 2003 (gráficos 29 y 30).

El instrumento privilegiado de la deuda interna del GNC sigue siendo la colocación de bonos, la cual representa el 96,5% del total, en tanto que los pagarés comprenden el 2,2% y la cartera con el sistema financiero el 0,9% restante. En años anteriores el comportamiento de los bonos como instrumento de deuda ha sido similar al descrito, representando la mayor parte de la deuda interna del GNC (Gráfico 31).

b. Deuda externa del GNC

A septiembre de 2004, el endeudamiento externo del Gobierno, por plazos y valorado en pesos, había decrecido 8,8% real anual. Lo anterior indica un

³⁰ El cálculo del crecimiento anualizado promedio de una variable X se realiza de la siguiente forma. Se toman las realizaciones de la variable X en dos momentos del tiempo, por ejemplo t y $t+k$. Se tienen las realizaciones de la variable para todo período entre t y $t+k$, de modo que se puede comprobar que la siguiente ecuación se cumple:

$$\left[\frac{X_{t+k}}{X_t} \right] = (1 + g_{t+1})(1 + g_{t+2}) \dots (1 + g_{t+k}), \text{ donde } g_i \text{ es la tasa de crecimiento de } X \text{ en el año } i. \text{ Si}$$

se supone que la tasa de crecimiento para todos los años es la misma (\bar{g}), despejando de la ecuación anterior se obtiene: $\bar{g} = \left[\frac{X_{t+k}}{X_t} \right]^{1/(k-1)}$, donde \bar{g} sería la tasa de crecimiento anual que la variable debería tener entre los años t y $t+k$ para que la realización de la variable pase de X_t a X_{t+k} entre los años mencionados. Por lo tanto, \bar{g} es el crecimiento anualizado promedio de X entre el período t y $t+k$.

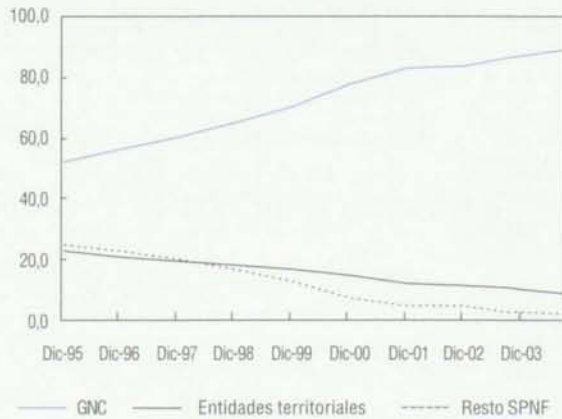
cambio en la dinámica de la deuda externa del GNC si se le compara con el crecimiento promedio real anual de 18% entre 1995 y 2003. Hay que resaltar que este cambio corresponde principalmente a la apreciación del peso, dado que la deuda externa en dólares del GNC aumentó 7,6%.

Por otra parte, los bonos como instrumento de deuda pública externa siguieron perdiendo importancia hasta septiembre de 2004. Con respecto al mismo mes del año anterior, la participación de los bonos de deuda pública en el total de la deuda externa se redujo como resultado de un aumento del endeudamiento del GNC con organismos multilaterales³¹, dado que la participación de la banca comercial, de los organismos bilaterales y de los proveedores no cambiaron significativamente (gráficos 31 y 32).

Como se observa en el Cuadro 11, a septiembre de 2004, el GNC había contratado préstamos en moneda extranjera por un monto de US\$2,136 millones (m). Con respecto a las condiciones financieras de estos nuevos préstamos, el período promedio de gracia se redujo, mientras que aumentaron tanto la amortización promedio como la tasa promedio de interés.

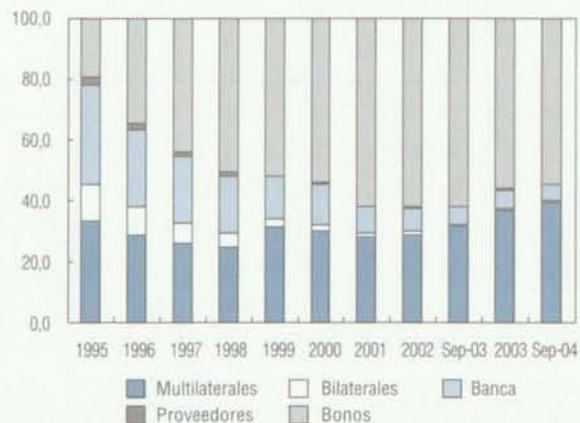
³¹ En septiembre de 2003 los títulos de deuda pública representaban el 61,8%, mientras la deuda con multilaterales representaba el 31,2%. En septiembre de 2004, los bonos representaban el 55% del total de la deuda y el endeudamiento con multilaterales el 40%.

Gráfico 31
Evolución de la deuda externa bruta del SPNF según prestatario, 1995-Septiembre de 2004 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32
Deuda externa de mediano y largo plazos del GNC Según prestamista, 1995-Septiembre de 2004 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 11
Condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados

Periodo	Monto contratado (Millones de dólares)	Periodo promedio		Tasa promedio de interés (% nominal)
		De gracia (años)	Amortización (años)	
1991	2.507	6,0	12,8	7,5
1992	847	4,2	14,7	7,8
1993	1.526	3,4	12,2	6,9
1994	1.715	4,0	10,9	7,3
1995	1.715	2,7	9,1	6,8
1996	3.489	1,5	8,5	7,8
1997	2.331	1,3	10,6	8,0
1998	3.104	1,2	7,1	8,2
1999	3.861	2,4	8,9	10,0
2000	3.192	1,1	9,5	11,8
2001	6.441	2,1	9,4	9,5
2002	2.042	1,5	7,8	7,8
2003	4.629	3,5	8,3	5,9
Sep-04	2.136	2,6	11,4	6,5

Fuente: Banco de la República.

c. Relación deuda / ingresos del GNC

La relación deuda / ingresos³² del GNC cayó considerablemente al registrar en septiembre de 2004 la cifra de 317,6% (Cuadro 12). Esta reducción equivale a una disminución anual de 4,4% del indicador, correspondiente a una disminución real anual de la deuda del GNC de 1,5% y a un aumento real anual de los ingresos de 3,1%. Hay que resaltar que el comportamiento de la deuda estuvo influenciado por la apreciación de la tasa de cambio, dado que la deuda interna creció 5,1% real anual mientras la deuda externa en dólares aumentó 7,6% anual. Por tanto, si bien la apreciación y los ingresos han mejorado las percepciones sobre la sostenibilidad del GNC, el aumento en el endeudamiento neto del efecto de la tasa de cambio, el bajo crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2004 y el retiro del proyecto de reforma tributaria en el Congreso de la República generan incertidumbre sobre el futuro del sendero de la deuda del GNC.

³² Los ingresos totales de GNC incluyen ingresos corrientes y no corrientes. Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato relacionado con los ingresos de marzo de 2004 corresponde al dato anualizado. Para realizar este cálculo, se hace lo siguiente:

$$\text{Ingresos anualizados de marzo de 2004} = \text{Ingresos de marzo de 2004} + (\text{Ingresos de diciembre de 2003} - \text{Ingresos de marzo de 2003}).$$

Cuadro 12
Capacidad de pago del GNC

Año	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / Ingresos
	(Miles de millones de pesos)		
1995	11.559,8	9.599,9	120,4
1996	14.452,3	12.140,3	119,0
1997	21.778,2	15.237,5	142,9
1998	31.232,0	16.880,2	185,0
1999	47.811,3	20.164,6	237,1
2000	70.677,3	23.196,7	304,7
2001	88.689,0	28.941,8	306,4
2002	110.482,7	31.459,1	351,2
Sep-03	120.176,3	36.174,0	332,2
2003	123.613,6	35.798,3	345,3
Sep-04	125.476,7	39.508,8	317,6

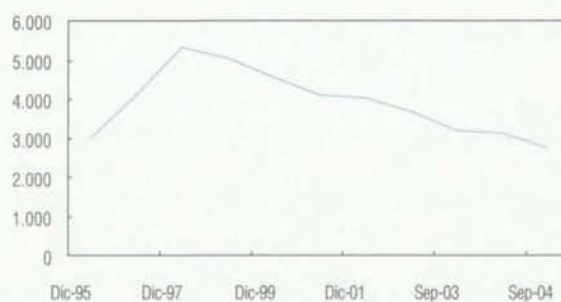
Fuente: Banco de la República.

4. Deuda territorial

a. Endeudamiento y calidad

En septiembre de 2004, la deuda territorial³³ con las entidades financieras fue de \$2,8 b. Esto representa una disminución importante en términos reales de 13,4% del saldo de la deuda, lo que significó una caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de activos del sistema financiero³⁴. Lo anterior fortalece su tendencia decreciente que comenzó en 1996 (Gráfico 33).

Gráfico 33
Deuda territorial con el sistema financiero
(Miles de millones de pesos de septiembre de 2004)



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

En septiembre de 2004, la calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría (Gráfico 34). Esta mejora corresponde principalmente a un crecimiento en la cartera de tipo A, dado que ésta aumentó su participación en 1,5 pp con

³³ El cálculo de la deuda solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluyen las empresas municipales y departamentales, ni las entidades municipales y departamentales de seguridad social, entre otras. El endeudamiento solamente hace referencia a la deuda pactada con el sistema financiero doméstico y no incluye la emisión de bonos por parte de los territorios.

³⁴ La participación aludida fue de 3,3% en septiembre de 2003 y 2,6% en igual mes de 2004.



Los activos totales de las entidades de crédito tuvieron un acelerado incremento en lo transcurrido del 2004. A octubre, este acervo alcanzó los \$109 b, lo que equivale a una tasa de crecimiento real anual cercana al 10% (Gráfico 35). Su dinámica se explica por el comportamiento de sus dos principales componentes: la cartera de créditos y las inversiones.

En el caso de la cartera, se observa una aceleración después de mayo de 2004. En efecto, el crédito presenta una tasa de crecimiento real anual de 4,8% en promedio entre agosto y octubre, lo que contrasta con la modesta tasa del

respecto al mismo mes del año anterior, al tener el 57,2% del total de la deuda territorial.

IV. SISTEMA FINANCIERO

A. Establecimientos de crédito

En esta sección se discute la evolución de los indicadores relevantes de los establecimientos de crédito durante 2004, con énfasis en el segundo semestre del año. Para tal fin, se hará un estudio de las principales tendencias del balance, de su rentabilidad, y se medirá la exposición frente a los diferentes riesgos inherentes a su negocio.

1. Evolución de activos y pasivos y situación de rentabilidad³⁵

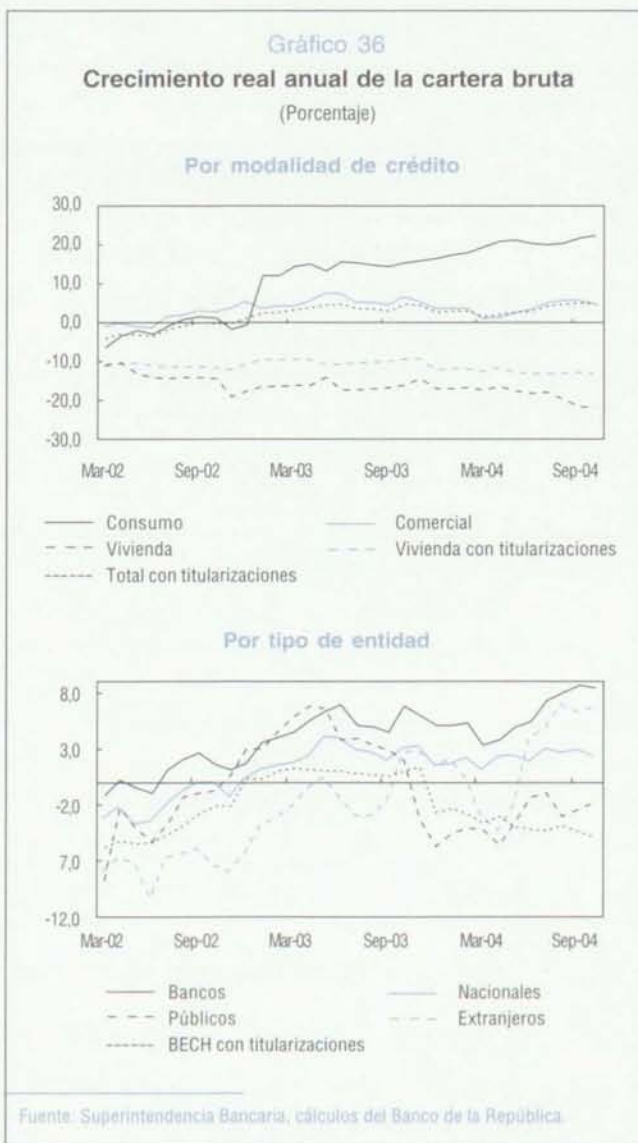
a. Posiciones activas

³⁵ Dada la liquidación del Instituto de Fomento industrial (IFI) en junio de 2003, se excluyó esta entidad de los cálculos de los acervos de los establecimientos de crédito con el fin de hacer comparables las series a lo largo del tiempo, y evitar distorsiones en los cálculos de las variaciones anuales que involucren fechas anteriores a junio de 2003.

2,0% promedio que se registró entre marzo y mayo. Este dinamismo concuerda con lo expresado en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior, donde se afirmaba que mientras que se mantuvieran las condiciones macroeconómicas mostradas en la primera mitad del año, la desaceleración del crédito presentada en ese entonces sería pasajera.

Un análisis más detallado de la evolución de la cartera (Gráfico 36) muestra que su comportamiento continúa siendo desigual entre sus diferentes modalidades. La cartera de consumo sigue exhibiendo un crecimiento muy elevado (22,4% real anual en octubre) al igual que la cartera de microcréditos (29,8% a octubre), mientras que la cartera comercial mejoró su ritmo de crecimiento (5,2% real anual en octubre) después de que a principios del año fuera la causante del menor ritmo de la cartera total. Por su parte, la cartera de vivienda (incluyendo los montos titularizados) continúa deprimiéndose a tasas cercanas al 12,5%, lo cual confirma que la desintermediación financiera del negocio hipotecario no cesa.

Al observar la evolución del crédito por grupo de entidades, es posible resaltar dos hechos importantes. En primer lugar, se aprecia que la banca extranjera ha aumentado su ritmo de colocaciones en los últimos meses, lo que ha permitido que su cartera crezca a un ritmo más elevado que el de la banca nacional (6,9% real contra 2,5% real, respectivamente, a octubre de 2004). Este hecho contrasta con el comportamiento que había tenido la banca extranjera desde 1998, donde siempre se mostró menos dinámica que la banca nacional en términos de asignación de nuevos préstamos.



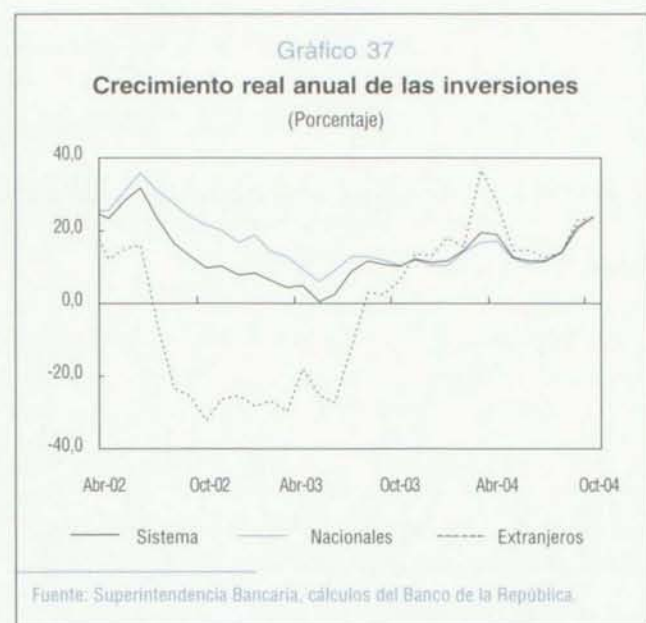
Segundo, la cartera de los BECH (incluyendo titularizaciones) no para de decrecer desde diciembre de 2003, a pesar de la incursión de este tipo de entidades en el negocio de préstamos de consumo y comerciales. Esto se debe a que, tal como se mencionó anteriormente, la dinámica del acervo de crédito hipotecario sigue siendo muy negativa.

En el caso de las inversiones en poder de las entidades de crédito, es posible resaltar su acelerado crecimiento. El monto de inversiones del total del sistema se situó en \$34,5 b en octubre de 2004, gracias a la mayor tenencia de este activo por parte tanto de las entidades nacionales como de las extranjeras. A octubre, ambos tipos de entidades registran un ritmo de crecimiento similar cercano al 24% real anual (Gráfico 37).

La dinámica, tanto del acervo de créditos como de las inversiones, muestra que ambos activos están creciendo de manera importante, con lo que se establece que la recuperación de la cartera de créditos no se ha hecho a expensas de una reducción de las inversiones del sistema. Esta expansión de dichas actividades es consistente con dos hechos: por un lado, la buena situación de liquidez de las entidades no permite que exista una tensión por recursos entre el negocio de intermediación y el de tenencia de inversiones, y por otro, la situación de solvencia del sistema otorga espacio para que el patrimonio actual soporte el crecimiento de los dos tipos de activos.

b. Posiciones pasivas

Las captaciones de los establecimientos de crédito alcanzaron \$72,8 b en octubre de 2004, lo que significa un crecimiento anual del 9,4% real en promedio en los últimos tres meses. Esta tasa de crecimiento de las captaciones es la más alta que ha registrado el sistema desde 1997.



Sin embargo, este buen resultado no es general a los diferentes tipos de entidades, tal como se aprecia en el Gráfico 38. En el caso de los BECH, se observa que sus captaciones siguieron decreciendo durante la segunda mitad del 2004 (-2,1%), aunque a un ritmo menor que en la primera mitad del año. Por

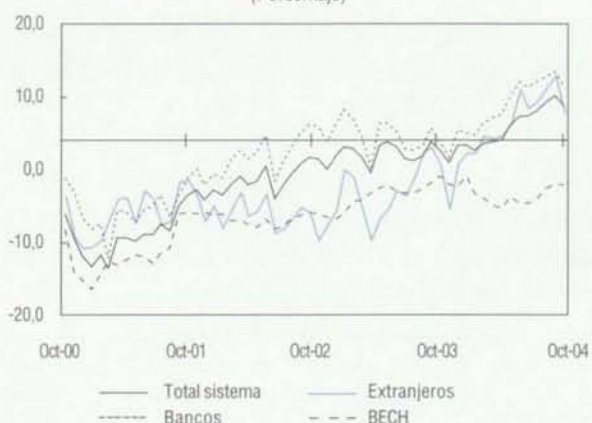
el contrario, los bancos comerciales y las entidades extranjeras están aumentando sus depósitos a una tasa del 11,2% y 7,8% real respectivamente, lo que les garantiza una mayor disponibilidad de recursos líquidos sujetos a ser intermediados.

c. Rentabilidad

La rentabilidad del consolidado de entidades financieras continuó aumentando de forma importante en los últimos meses. A octubre de 2004, las utilidades de los últimos 12 meses alcanzaron la cifra sin precedentes de \$2,5 b. Esto equivale a una rentabilidad del activo (ROA) de 2,5%, cifra incluso más alta que la registrada en 1995. Tanto la rentabilidad de las entidades domésticas como la de las extranjeras contribuyeron para que el ROA del sistema financiero continuara aumentando durante 2004 (Gráfico 39).

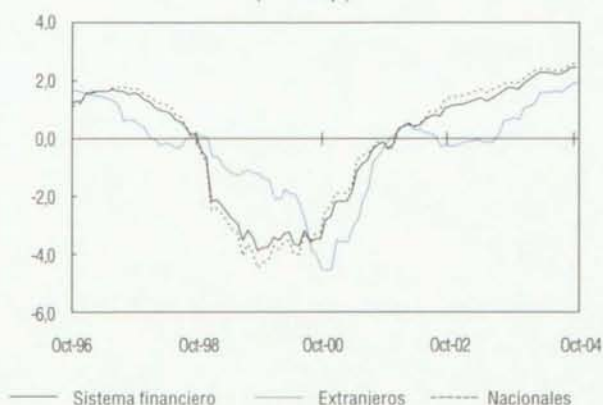
Adicionalmente, en el caso de las entidades extranjeras cabe resaltar cómo han ido cerrando la brecha de rentabilidad que tenían con respecto a las entidades nacionales. Esta mejora ha sido posible gracias a que, como se mencionó anteriormente, la banca extranjera ha acelerado de nuevo la colocación de créditos, con lo que ha podido aumentar sus ingresos financieros y por lo tanto sus utilidades (que mejoraron 185% entre octubre de 2003 e igual mes de 2004)³⁶.

Gráfico 38
Crecimiento real anual de las captaciones
(Porcentaje)



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

Gráfico 39
Rentabilidad del activo:
Utilidad / Activo promedio
(Porcentaje)



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

³⁶ Las utilidades anualizadas de las entidades extranjeras fueron de \$91 mm en octubre de 2003 y \$261 mm en octubre de 2004.

2. Exposición de riesgos

a. Riesgo de crédito

La calidad de la cartera de créditos del agregado de establecimientos de crédito continúa mejorando, lo cual ha permitido que se observen los niveles de cartera vencida a cartera bruta más bajos de los últimos 10 años. Esta reducción del riesgo se ha logrado tanto en los bancos comerciales como en los BECH y ha sido generalizada en todas las modalidades de crédito. En octubre de 2004, la proporción de cartera vencida a cartera bruta alcanzó 4,1% para el total del sistema, 2,8% para los bancos comerciales, y 9,0% para los BECH. En el caso de este último grupo de entidades, cabe resaltar que la mejora en el indicador de cartera vencida entre octubre de 2003 e igual mes de 2004 fue de 10 pp. Este hecho es el resultado del exitoso proceso de titularización de cartera hipotecaria vencida que se ha llevado a cabo durante 2004. Con estas operaciones de titularización, se ha limpiado buena parte del balance de los BECH, mejorando su perfil de riesgo de crédito, y ubicando su indicador de

cartera vencida en niveles cercanos a los de antes de la crisis financiera de 1998-1999 (Gráfico 40).



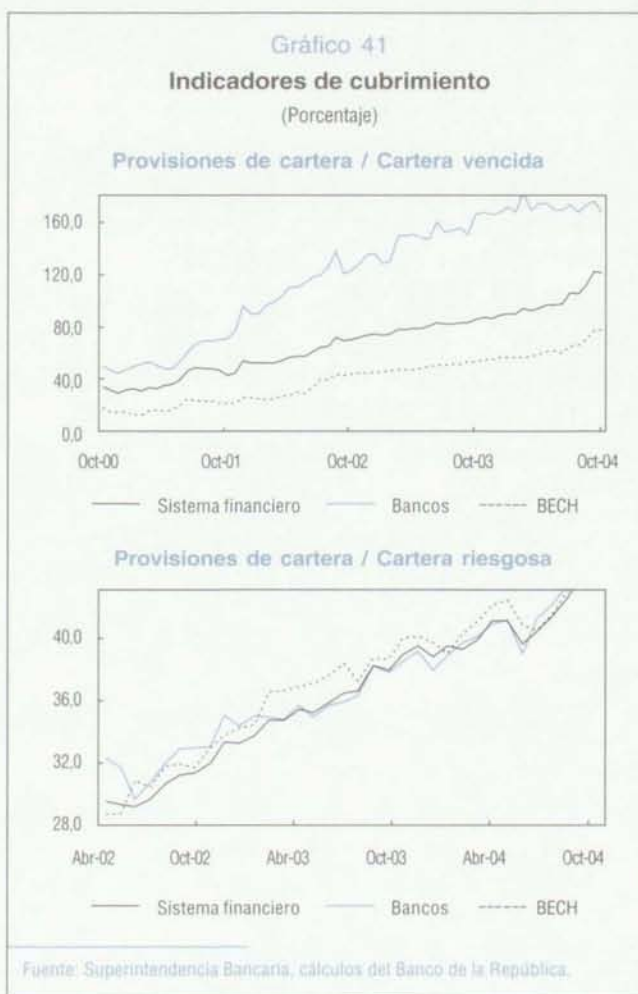
Esta mejora en el perfil de riesgo de los principales clientes del sistema financiero, también ha ido acompañada de un mejor cubrimiento de las entidades frente al riesgo de crédito. En efecto, se puede observar que las provisiones de cartera como proporción de la cartera vencida y/o de la cartera riesgosa continuaron aumentando en el segundo semestre de 2004 (Gráfico 41). Entre mayo y octubre de 2004, el indicador de provisiones sobre cartera vencida aumentó 23 pp en la totalidad del sistema, impulsado casi en su totalidad por el aumento del indicador de provisiones de los BECH. Esta mejora en el cubrimiento de los BECH es el resultado de la exclusión de

sus balances de una parte de su cartera vencida (debido a su titularización) sin que aparentemente se hayan revertido las provisiones hechas en el pasado, correspondientes a esa misma cartera.

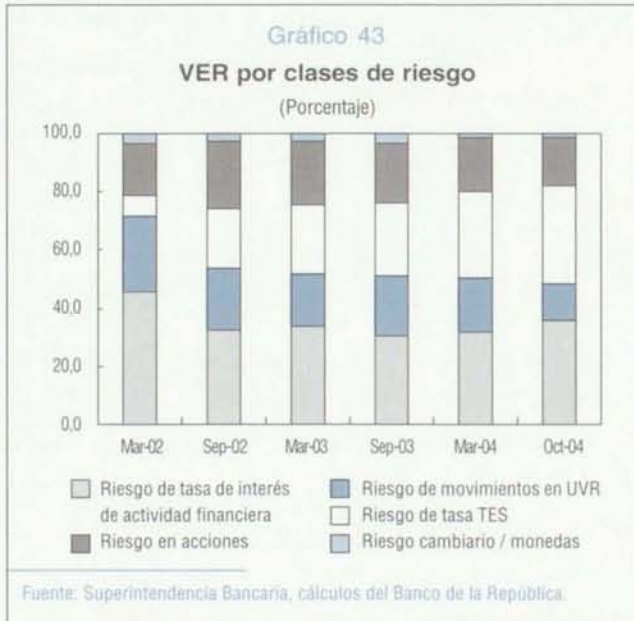
b. Riesgo de mercado

Las fluctuaciones en los precios (tasas de interés, tasas de cambio, precios de acciones, etc.) pueden afectar la valoración de aquellos activos vinculados con ellos. Es así como las variaciones en los diferentes precios financieros pueden llegar a afectar el valor de los componentes del balance del sistema financiero (riesgo de mercado).

La relación entre el valor en riesgo³⁷ (VER) por riesgo de mercado y el total de activos ponderados por riesgo, es un reflejo de qué tan expuesta está la actividad de las entidades al riesgo de mercado con respecto a su actividad crediticia. Es posible observar que el VER ha alcanzado valores que oscilan alrededor del 12,0% de los activos ponderados por riesgo (APR) en octubre, cifra superior al promedio de 10,6% que exhibía esta relación desde junio de 2003 (Gráfico 42).



³⁷ Con el fin de tener una medida de la exposición del sector al riesgo de mercado, la Superintendencia Bancaria implementó una medida de VER del portafolio total de las entidades de crédito desde enero de 2002, que cuantifica las potenciales pérdidas por fluctuaciones en las tasas y precios de las



Tal como se reseñó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de junio de 2004, el aumento del riesgo de mercado está, en buena parte, explicado por una mayor adquisición de títulos de deuda pública por parte de los establecimientos de crédito, lo que incrementó su exposición al riesgo de mercado (Recuadro 2). En menor medida, el riesgo de mercado ha estado influenciado por mayores colocaciones de crédito, que también se hallan sujetas a variaciones en sus precios como consecuencia

de modificaciones en las tasas de interés.

En el Gráfico 43 se ilustra este punto. Se puede observar cómo el riesgo ocasionado por la tenencia de TES aumentó de manera importante su participación en el VER, pasando de tener una participación del 30% en marzo a 34% en octubre de 2004. De igual manera, se puede apreciar cómo, por primera vez desde 2002, el riesgo de tasa de interés de operaciones del mercado monetario y de crédito ha aumentado su participación en el VER alcanzando el 36% en octubre de 2004, cuatro puntos más que en marzo del mismo año.

RECUADRO 2

EL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

Luego del episodio de turbulencia en el mercado de deuda pública de finales de abril, el mercado secundario de TES B ha presentado un comportamiento estable con precios tendiendo al alza. Lo anterior ha permitido evidenciar un incremento en los saldos de TES B, si bien no demasiado pronunciado, bajo un ambiente de creciente liquidez en el mercado secundario y máximos históricos en los volúmenes de negociación a través del sistema electrónico de negociación (SEN). Las expectativas de los agentes con respecto al comportamiento de la moneda local, las inversiones extranjeras y la valorización del mercado accionario han sido los factores más decisivos en el comportamiento mostrado en el mercado durante el segundo semestre del año.

diferentes posiciones en manos de las entidades de crédito. Esta medida sirve como base de la exigencia de capital por riesgos de mercado.

Posiblemente el fenómeno más importante por resaltar en el comportamiento del mercado secundario de TES B, ha sido el fuerte incremento en los saldos de los bancos comerciales, los cuales se incrementaron en aproximadamente \$3 b entre mayo y noviembre de 2004. El Gráfico R2.1 muestra cómo el aumento en la posición en TES B y la mejora en sus precios parece ser el resultado del comportamiento del mercado de dólares, que durante el segundo semestre del año ha seguido con tendencia a la baja.

Gráfico R2.1
Comportamiento del mercado cambiario
y precio de un título a 10 años



Fuente: Banco de la República.

El Cuadro R2.1 muestra la distribución de los saldos de los TES B, valorados a precios de mercado, para el sector financiero desagregado entre sus intermediarios y el resto de la economía¹. Como se observa a noviembre 19 de 2004, el sistema financiero tenía \$18 b en TES B (28% del total de los títulos del mercado) comparado con los \$14,6 b de mayo 31 del año anterior, lo que implica un aumento de \$3,4 b. Este comportamiento sigue la tendencia creciente mencionada en la anterior publicación del *Reporte de Estabilidad Financiera*, y está impulsada por el incremento en exposición de los bancos comerciales, que representan cerca del 95% de la exposición total del sistema. La participación según la moneda en el saldo total de TES B del sistema financiero muestra una concentración importante en títulos de tasa fija, los cuales constituyen 70,1% de los saldos totales. Por su parte, los bonos denominados en unidades de valor real (UVR) representan 21,2%, seguidos de los títulos en tasa variable (TV) con 8,6%. Lo anterior significa un incremento de 7,6 y 1,1 puntos porcentuales, respectivamente, en la participación de TES B de tasa fija y TES B denominados en UVR. Los títulos en tasa variable disminuyeron su participación en 8,6 puntos porcentuales, resultado del vencimiento de algunos títulos y de que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) sólo ha hecho colocaciones de títulos en tasa fija y UVR durante el segundo semestre.

Por otra parte, se calcularon las duraciones ponderadas de los títulos, que miden la sensibilidad del valor del portafolio de los TES B ante los cambios paralelos de 1% en las

¹ La metodología utilizada para el ejercicio es análoga a la que se empleó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de junio de 2004.

Cuadro R2.1
Saldos de los TES B valorados a precios de mercado 1/
(Millones de pesos)

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 19 de noviembre de 2004				
Sector financiero	12.633.854,6	1.552.367,7	3.827.938,6	18.014.160,9
Bancos comerciales	11.750.048,0	1.498.513,8	3.770.143,2	17.018.705,0
Compañías de financiamiento comercial	55.274,6	1.380,1	6.372,0	63.026,7
Cooperativas 2/	12.111,5	1.410,0	0,0	13.521,6
Corporaciones financieras	816.420,4	51.063,8	51.423,4	918.907,7
Resto de la economía	26.536.962,9	7.928.205,7	11.358.182,1	45.823.350,7
Total	39.170.817,5	9.480.573,4	15.186.120,7	63.837.511,5
Saldos a 31 de mayo de 2004				
Sector financiero	9.154.010,4	2.524.515,9	2.948.845,4	14.627.371,7
Bancos comerciales	8.707.610,5	2.314.574,5	2.886.611,5	13.908.796,5
Compañías de financiamiento comercial	26.597,5	70.169,4	5.565,7	102.332,6
Cooperativas 2/	3.326,8	0,0	0,0	3.326,8
Corporaciones financieras	416.475,5	139.772,0	56.668,2	612.915,8
Resto de la economía	23.911.518,9	13.220.909,1	10.913.455,4	48.045.883,3
Total	33.065.529,2	15.745.425,0	13.862.300,8	62.673.255,0

1/ Los TES B denominados en dólares no fueron incluidos en este ejercicio de valoración. No fue posible la construcción de una curva *spot* debido al tamaño reducido de la misma.

2/ Corresponde a las cooperativas de grado superior de carácter financiero.

Fuente: Banco de la República.

distintas tasas de interés de la curva *spot*. A noviembre de 2004, dicho movimiento de las tasas de interés sobre el sector financiero, generaría un efecto más pronunciado sobre los precios de los bonos en tasa variable, con 3,69%, seguido de los títulos denominados en UVR con 3,39% y por último, los TES de tasa fija con 2,19%. Como puede observarse en el Cuadro R2.2, el aumento en la duración total del sistema financiero, muestra un comportamiento diferente al de los tenedores de títulos del resto de la economía. En este caso, la caída en la duración de los títulos en UVR logra contrarrestar el aumento de los demás títulos dada su alta ponderación en el cálculo de la duración total. La duración de los títulos en tasa fija, variable y UVR, se calcula en 2,01%, 3,79% y 3,82%, respectivamente.

Cabe resaltar el fuerte incremento en la duración de los títulos en la tasa variable, el cual parece estar explicado por la caída en los saldos de estos bonos. Dicho detrimento, en un contexto de precios al alza, parece explicarse por el vencimiento de una proporción importante de títulos de corto plazo, lo cual evidenciaría el sustancial aumento en la duración de estos bonos.

En síntesis, vale la pena mencionar la tendencia general del mercado secundario de TES B, con tasas paulatinamente a la baja, en una atmósfera de alta liquidez y un importante

Cuadro R2,2
Duraciones ponderadas por portafolio
(Años)

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 19 de noviembre de 2004				
Sector financiero	2,19	3,69	3,39	2,58
Bancos comerciales	2,23	3,70	3,39	2,62
Compañías de financiamiento comercial	1,20	3,20	3,11	1,44
Cooperativas (*)	2,02	4,66		2,30
Corporaciones financieras	1,78	3,52	2,94	1,94
Resto de la economía	2,01	3,79	3,82	2,77
Total	2,07	3,77	3,71	2,71
Saldos a 31 de mayo de 2004				
Sector financiero	2,10	3,24	3,25	2,53
Bancos comerciales	2,11	3,23	3,27	2,54
Compañías de financiamiento comercial	1,65	3,35	1,64	2,81
Cooperativas (*)	2,41			2,41
Corporaciones financieras	1,93	3,38	2,50	2,31
Resto de la economía	1,98	3,57	3,97	2,87
Total	2,01	3,52	3,81	2,79

(*) Corresponde a las cooperativas de grado superior de carácter financiero.

Fuente: Banco de la República.

volumen de transacciones. Aunque el mercado en su totalidad no ha aumentado significativamente su exposición en TES B, cabe resaltar el comportamiento de los bancos comerciales, el cual coincide con las expectativas de comportamiento del mercado cambiario. No obstante, la exposición sigue siendo alta, y por tanto, sujeta a posibles pérdidas significativas de valoración. Dado lo anterior, es necesario mantener el monitoreo preventivo que se sugirió en el anterior *Reporte de Estabilidad Financiera*.

c. Solidez patrimonial

La relación de solvencia de las entidades de crédito sigue en niveles históricamente elevados. Entre agosto y octubre de 2004, esta relación se situó alrededor de 13,8%, cerca de 4,8 pp mayor que el mínimo exigido por la Superintendencia Bancaria (Gráfico 44). Esto demuestra una solidez patrimonial superior a la exhibida en 1995 y 1996, ya que, si bien el nivel del indicador de

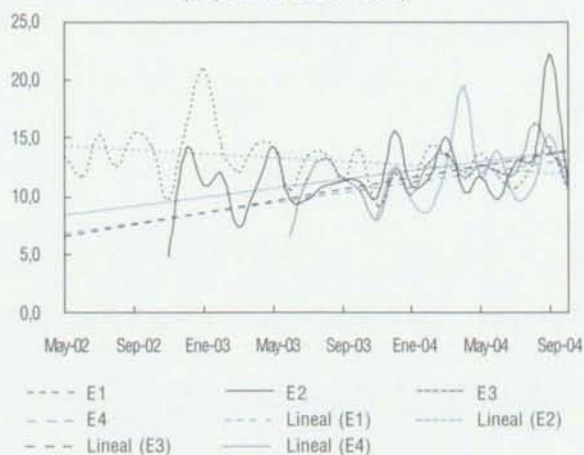


solvencia es similar al de entonces, en esa época no se exigía capital ante riesgos de mercado como se hace ahora. De esta forma, no se prevén faltantes de capital en el mediano plazo, como consecuencia de la mayor actividad crediticia que están registrando los establecimientos de crédito en la actualidad.

RECUADRO 3

EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO

Gráfico R3.1
Evolución de las tasas de prepagos
de las emisiones E1, E2, E3 y E4
(Mayo 2002-Octubre 2004)



Nota: las tasas de prepagos son los promedios ponderados por los créditos VIS y NO VIS de la universalidad.

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A

Los prepagos de los activos subyacentes continúan su tendencia creciente excepto los correspondientes a la emisión E1. Como se observa en el Gráfico R3.1, los prepagos del activo que respalda la emisión E1 han exhibido una tendencia levemente decreciente desde su subasta. Adicionalmente, los prepagos observados han sido superiores a los esperados (Gráfico R3.2), lo que se traduce en una amortización real superior a la contractual (Gráfico R3.3). No obstante, la di-

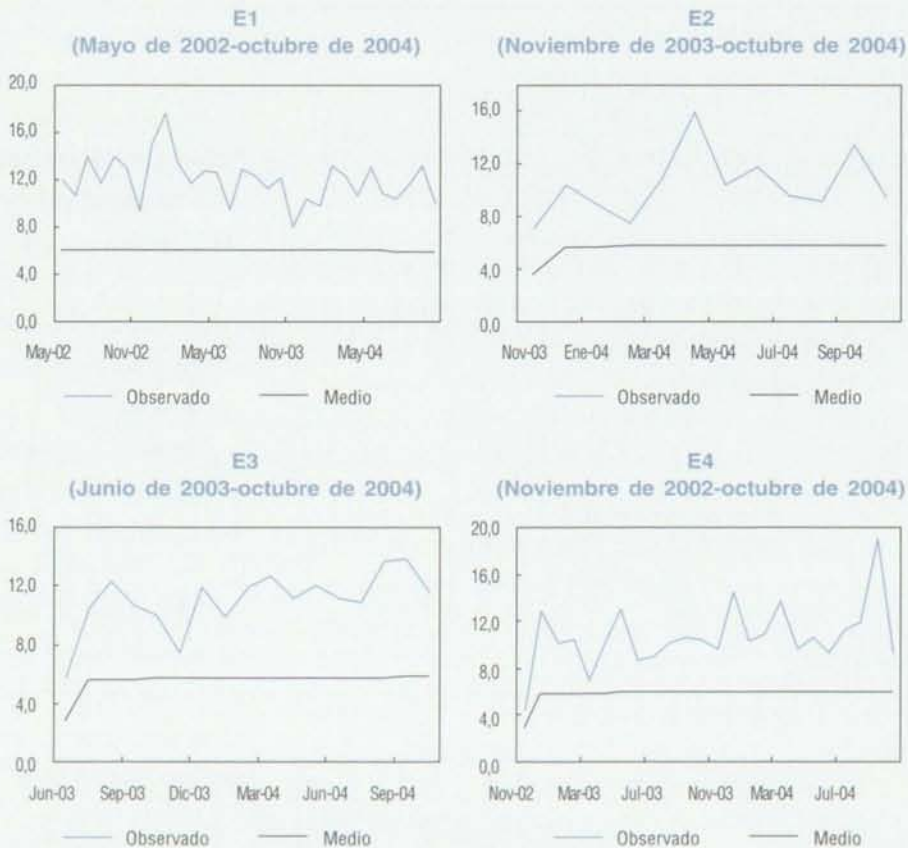
ferencia entre la amortización observada y la contractual ha disminuido.

El Gráfico R3.4 muestra la evolución del valor de la opción de prepago, calculada como la diferencia entre el *spread* estático y el "*option adjusted spread*"¹. Los títulos garantizados por hipotecas se pueden tratar como un título con una opción subyacente, dado que los deudores hipotecarios que componen la universalidad que respalda al título pueden ejercer la opción de prepagar la deuda total o parcialmente a valor facial. Como lo sugiere

¹ Para un tratamiento más detallado de esta metodología véase el tema de estabilidad financiera "Metodología de valoración *Option Adjusted Spread* para títulos garantizados con hipotecas", próximo a publicarse en la *Revista del Banco de la República*, correspondiente al mes de diciembre de 2004.

Gráfico R3.2

Prepagos observados y prepagos medios esperados de la emisión (E)

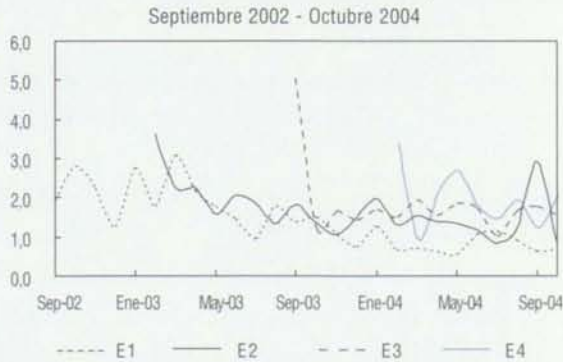


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

el gráfico, los agentes que negocian con este tipo de títulos han ajustado su valoración, dado que han comenzado a cobrar una prima por riesgo de prepago que fluctúa con las precancelaciones. Por ejemplo, durante los primeros ocho meses después de la emisión del título, el valor de la prima por riesgo de prepago en puntos básicos era casi nulo. Después de dicho mes se puede observar la mejora en la estimación del sendero de los prepagos, dado que un año después de la emisión el valor de la opción calculado para cada mes comienza a fluctuar de acuerdo con los prepagos.

Por su parte, la morosidad esperada mayor de 120 días fue consistentemente superior a la observada, lo que se traduce en un aumento de la diferencia entre estas dos (Gráfico R3.5). A pesar de que la mora exhibió hasta septiembre de 2004 una tendencia creciente en los

Gráfico R3.3
(Amortización observada -
Amortización contractual)



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Gráfico R3.4
Valor de la opción vs. prepagos
de los títulos TIPS a 10 años



Nota: En abril de 2004 este título no se transó, por lo tanto no existe información para hacer los cálculos.

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

activos subyacentes de las cuatro emisiones, la morosidad observada registró bajos niveles (Gráfico R3.6).

La liquidez del mercado hipotecario secundario, medida como el volumen mensual total en pesos de negociaciones de TIPS transados en MEC, aumentó en términos reales en octubre de 2004 en relación con el mismo mes del año anterior (Gráfico R3.7). No obstante, los niveles de liquidez de los TIPS continúan siendo bajos. De hecho, existen casos de algunos títulos que no se transan durante todo un mes.

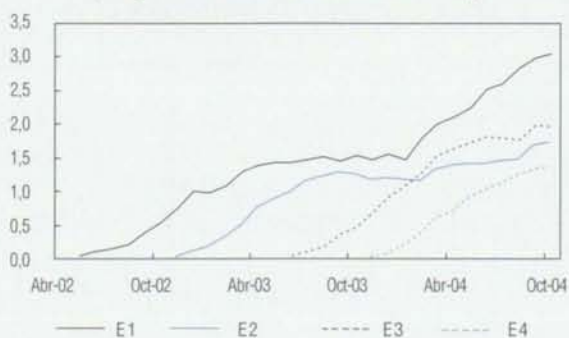
Finalmente, es importante señalar que la titularización de cartera improductiva continúa. En efecto, en septiembre de 2004 se realizó la segunda emisión de los títulos

TECH por un monto de \$354.000 m respaldados por cartera improductiva. Este proceso permite que los bancos limpien sus balances. De hecho, la calidad de cartera del sistema colombiano mejoró como consecuencia de la titularización de la cartera vencida. Adicionalmente, la mejora en la calidad de cartera viene acompañada de una mayor disponibilidad de otorgamiento de crédito, lo que libera recursos en la economía para inversión que de otra forma no se obtendrían. Por último, la emisión de esta clase de títulos aumenta la profundidad del sistema financiero.

La segunda emisión de los títulos garantizados con cartera improductiva se realizó por un monto de \$172.000 m a cinco y siete años de plazo, respaldada por cartera de Colpatría, Colmena y Granahorrar. La demanda al momento de la subasta evidencia el buen recibimiento que tuvieron los títulos por parte del mercado. En efecto, la demanda fue 1,5 veces el monto ofrecido. En particular, los títulos a siete años fueron los más apetecidos. dado que su demanda fue 2,1 veces el monto ofrecido, mientras la de los títulos a cinco años fue 0,9 veces.

El apetito por estos títulos lo explica principalmente su calificación AAA y los mecanismos de cobertura de los mismos. Las hipotecas que respaldan los títulos poseen un mecanismo de cobertura parcial del IFC con el fin de garantizar el pago de capital e intereses de los TECH E2. Adicionalmente, existe un fondo de reserva que se utiliza cuando se presentan defectos en los recaudos de los créditos de la universalidad que afectan los pagos de los títulos. Además, la subordinación de la emisión de los títulos clases B y C a los de clase A permite que se aseguren los flujos de caja de estos últimos. Este mecanismo adquiere mayor importancia si se tiene en cuenta que los bancos generadores del activo subyacente son los tenedores de los títulos subordinados, lo que produce incentivos sobre estas entidades a realizar un buen trabajo en la recuperación de la cartera.

Gráfico R3.5
(Mora estresada - Mora observada)
(Mayo de 2002-Octubre de 2004)



Nota: el gráfico corresponde a la mora mayor a 120 días con bienes recibidos en pago.

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A

Gráfico R3.6
Mora de 120 días observada,
con bienes recibidos en pagos



Nota: el gráfico corresponde a la mora mayor a 120 días con bienes recibidos en pago.

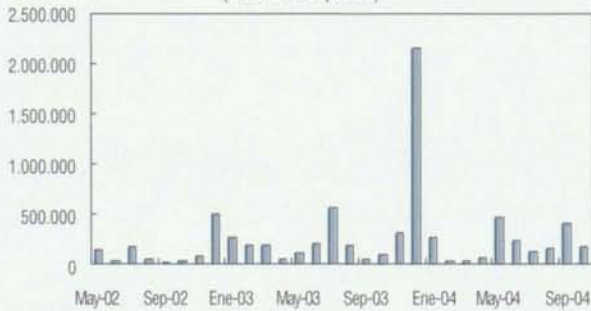
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A

Gráfico R3.7

Volumen mensual de negociación de TIPS en el sistema transaccional MEC

Mayo 2 de 2002 - Octubre 31 de 2004

(Millones de pesos)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por último, la *sobrecolateralización* de los títulos implica que el monto emitido está garantizado por un activo de monto superior. En efecto, el monto de los títulos TECH E2 es el 32% del activo que los garantiza.

Finalmente, si bien el desarrollo del mercado hipotecario secundario ha sido favorable, la regulación puede estar generando

desincentivos para la titularización. La razón de lo anterior se fundamenta en que la regulación de capital por riesgo de mercado de la Superintendencia Bancaria es laxa en su tratamiento de los balances de los BECH, por dos motivos:

Primero, para el cálculo del valor en riesgo (VER) de instrumentos con duraciones mayores de un año (como buena parte de la cartera hipotecaria) se está utilizando una volatilidad de tan solo un año. Esto subestima el VER usado para los requerimientos de capital por riesgos de mercado.

Segundo, el choque de tasas usado en los ejercicios del VER construido para efectos del requerimiento sólo supone un movimiento paralelo de la estructura a plazos de la tasa de interés y deja de lado cambios en la pendiente (o en la convexidad) de la curva. Estos movimientos son característicos de cambios en tasas de mediano y largo plazo ante modificaciones en las tasas de plazos cortos. Por este motivo, la regulación vigente aún no cubre todo el riesgo de tasa de interés real apreciable en los balances de los BECH. Ello reduce los incentivos para que estos intermediarios busquen el calce natural de su activo con titularizaciones o emisiones de bonos hipotecarios. Esta circunstancia representa un desafío de política para el Gobierno en el futuro cercano.

B. Administradores de fondos de pensiones

1. Crecimiento del portafolio

El valor de los fondos administrados por las AFP³⁸ sigue su tendencia positiva, llegando en septiembre de 2004 a los \$30,6 b. Sin embargo, el crecimiento es

inferior al observado en años anteriores. El crecimiento real de 4,9% entre abril y septiembre se debe al de los fondos de pensiones obligatorias, que representan el 78% del total de fondos manejados, el cual compensó la habitual caída que se presenta en los fondos de cesantías a partir de febrero de cada año. La tendencia positiva de largo plazo se debe en gran medida al crecimiento en el número de afiliados activos. En el período de septiembre de 2003 a igual mes de 2004, los afiliados activos de los fondos de pensiones obligatorias pasaron de un 48% a un 49,9%. Ha contribuido también a la tendencia, la rentabilidad que las AFP han experimentado. La rentabilidad real acumulada de los fondos de pensiones obligatorias en los tres últimos años asciende a 9,08%, mientras que la de los fondos de cesantías en los dos últimos años alcanzó 4,56%.

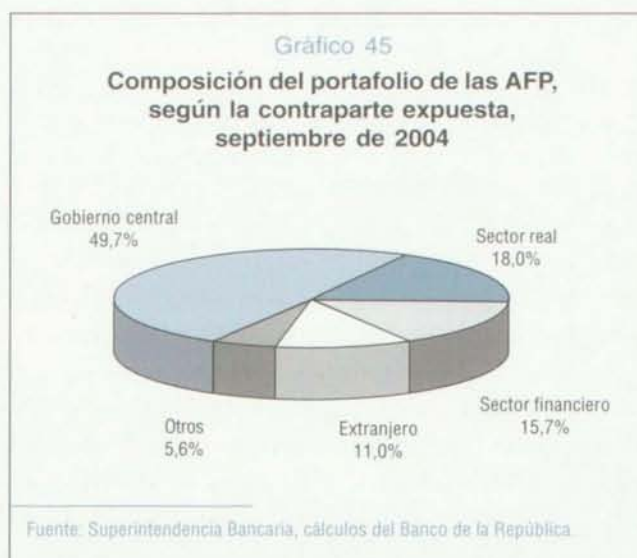
2. Composición del portafolio

a. Clasificación por clase de activo y contraparte

Desde la última edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la composición del portafolio administrado por las AFP se ha mantenido prácticamente inalterada. El cambio en la participación de los diferentes activos ha sido marginal, al presentar ligeras disminuciones en la exposición al sector real y financiero, y aumentar su exposición al sector externo. El portafolio se caracteriza por la alta participación de las inversiones en renta fija, donde el 56% se encuentra invertido en títulos de deuda pública (Gráfico 45). La participación de estos últimos en el total del portafolio se encuentra en niveles ligeramente inferiores al 50%. El resto del portafolio de las AFP, por orden de importancia, se encuentra invertido en títulos emitidos por el sector real y financiero y por entidades del extranjero.

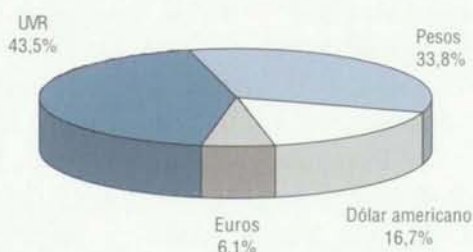
b. Descomposición por plazos y monedas

A septiembre de 2004, la participación de las diferentes monedas en el portafolio de



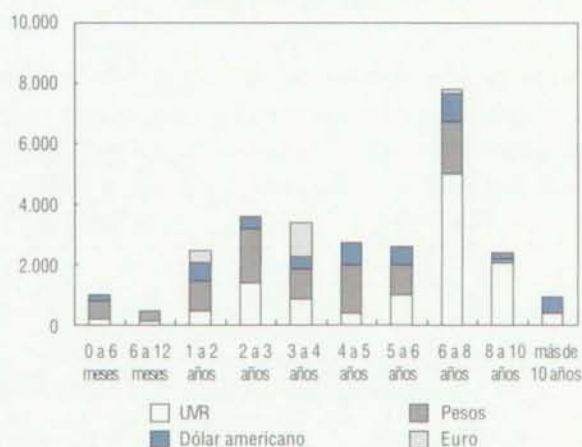
³⁶ Los fondos administrados por las AFP corresponden a la suma de fondos de pensiones obligatorias, los fondos de cesantías y los fondos de pensiones voluntarias (excluyendo a los fondos voluntarios pertenecientes a las fiduciarias).

Gráfico 46
Composición del portafolio de las AFP según moneda septiembre de 2004



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

Gráfico 47
Portafolio de las AFP por plazos y moneda septiembre de 2004
(Miles de millones de pesos)



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

las AFP no sufrió ninguna modificación importante desde la última edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*. El portafolio se encuentra mayoritariamente denominado en UVR o inflación y DTF (Gráfico 46). A pesar de la alta exposición a UVR, es necesario recordar que los pasivos de las AFP se encuentran indexados a la inflación, lo que reduce el riesgo a esta denominación. Aun cuando la participación del dólar americano ha disminuido, fruto de la revaluación, esta sigue siendo la principal moneda extranjera a la que el portafolio de las AFP está expuesto. Es importante resaltar la reducción significativa del riesgo de tasa de cambio por parte de las AFP. A septiembre de 2004 el 12,5% del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias se encontraba descubierto, mientras que en octubre del año pasado la exposición era del 16,3%. Para los fondos de pensiones voluntarias se redujo la exposición, pasando de 33,4% a 19,2%. Los fondos de cesantía tam-

bien redujeron su portafolio expuesto, pasando de un 16% a un 12,7%.

Como se ha mencionado en las últimas ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera*, los activos del portafolio se caracterizan por su alta concentración en plazos menores de 10 años (Gráfico 47). A septiembre de 2004, sólo el 3,5% del portafolio de las AFP tenía un vencimiento mayor de 10 años. Los activos colocados a un plazo menor a 10 años tienen un vencimiento promedio de 4,85 años. Lo anterior contrasta con los pasivos de las AFP que son de largo plazo. En enero de 2004, el 77% de los afiliados a fondos de pensiones obligatorias era menor de 40 años. Es de esperar que este desfase existente entre plazos y maduraciones del activo frente al vencimiento de los pasivos se

reduzca conforme al desarrollo de instrumentos financieros de más largo plazo. La consolidación de la baja inflación, las bajas y estables tasas de interés y la eliminación de los beneficios tributarios de los TIP deberían contribuir al desarrollo de estos instrumentos. Un buen referente de mercado son los mecanismos de cobertura del Fondo de Estabilización de Cartera Hipotecaria (Frech).

RECUADRO 4

EL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FIDEICOMISOS DE INVERSIÓN Y DE LAS COMPAÑÍAS ASEGURADORAS

En este recuadro se examina el portafolio de inversión de los fideicomisos de inversión y de las compañías aseguradoras. Se pretende de esta manera llamar la atención sobre otros participantes del sistema financiero que han adquirido una gran relevancia en los últimos años.

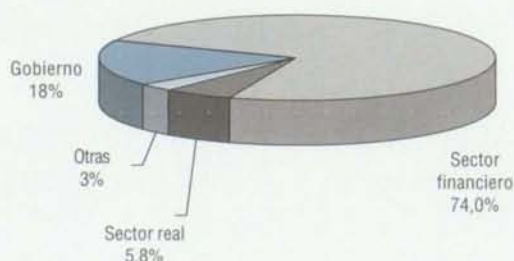
Las sociedades fiduciarias, como sociedades de servicios financieros, son una parte fundamental del sistema financiero. A septiembre de 2004, los activos fideicomitados por las fiduciarias fueron cercanos a los \$41,5 b, de los cuales el 16% son fideicomisos de inversión. En esta edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*, se examina el portafolio de inversión de estos últimos. En particular, se estudia el portafolio de inversión de los fondos comunes ordinarios (FCO) y de los fondos comunes especiales (FCE). A octubre de 2004 los fondos administrados por estos fondos fueron de \$4,8 b y \$2 b, respectivamente. Los gráficos R4.1 y R4.2 muestran el portafolio de inversión de los FCE y los FCO. La principal contraparte ante quien se encuentra expuesto el portafolio es el sistema financiero. El 55% del portafolio de los FCE y el 74% de los FCO se encuentran invertidos en activos del sistema financiero. La principal inversión dentro del sistema financiero son los

Gráfico R4.1
Portafolio de inversiones de los fondos comunes especiales, octubre de 2004
(\$2 billones)



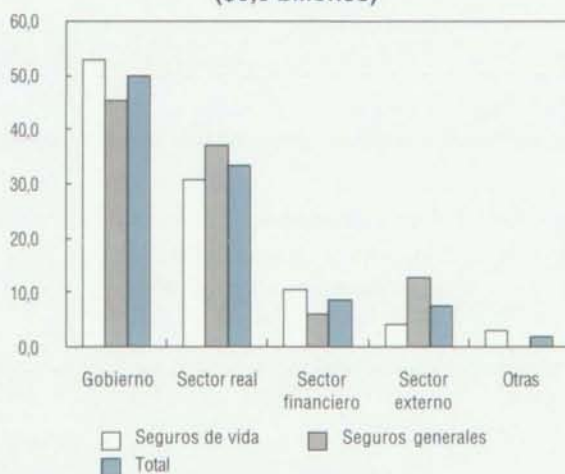
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.2
Portafolio de inversiones de los fondos comunes ordinarios, octubre de 2004
 (\$4,8 billones)



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

Gráfico R4.3
Composición del portafolio de inversiones, compañía de seguros generales y de seguros de vida, septiembre de 2004
 (\$6,9 billones)



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

CDT, que alcanzan en total \$3,12 b. El 11,4% del total de los CDT están contraidos con un mismo banco. Los bonos emitidos por el sistema financiero son también un activo importante dentro de su portafolio. La exposición conjunta de los FCE y los FCO al Gobierno, siendo mayor la de los primeros que la de los segundos como porcentaje de las inversiones, es de \$1,48 b, en su mayoría representados en TES.

En lo que respecta al sector asegurador se puede afirmar que, a pesar de ser pequeño al compararse con estándares internacionales, juega un papel importante en el sistema financiero ya que acumula reservas, que son invertidas en el mismo sistema, para así poder atender posibles siniestros. Las compañías de seguros generales y de seguros de vida componen el grueso del sector

asegurador colombiano. A septiembre de 2004, los activos de estas sociedades fueron de \$10 b, de los cuales \$6,9 b son inversiones que respaldan la reserva técnica. El principal deudor del sector asegurador es el Gobierno (Gráfico R4.3), cuya participación es cercana al 50%. El sector real es el siguiente deudor más importante, teniendo una participación

del orden del 33%. Cerca del 80% del portafolio expuesto al sector real, equivalente a \$1,84 b, está en la forma de títulos participativos.

En síntesis, se puede apreciar que los fondos comunes y el sector asegurador son jugadores importantes del sistema financiero que conjuntamente tienen un portafolio de inversión cercano a los \$14,7 b. Los fondos comunes tienen una alta exposición al sector financiero, mientras el sector asegurador tiene una alta exposición al sector público.

Gerencia Técnica

José Darío Uribe E.

Gerente

**Subgerencia Monetaria
y de Reservas**

José Tolosa

Subgerente

**Departamento de
Estabilidad Financiera**

Mauricio Avella

Director (E)

Carlos Andrés Amaya

Esteban Gómez

Michel Janna

Jimmy Martínez

Santiago Muñoz

David Salamanca

Nancy E. Zamudio

Camilo Zea