

NOTA EDITORIAL

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA JUNIO DE 2004

Resumen y conclusiones

La solidez del sistema financiero se encuentra en uno de sus mejores momentos de la última década. Este *Reporte de Estabilidad Financiera* destaca la mejoría de los indicadores de rentabilidad bancaria, y la percepción de que tanto el riesgo crediticio como el de liquidez se encuentran en niveles bajos con respecto a los últimos años. Igualmente, se resalta una mejoría generalizada en la situación financiera de sus deudores.

Por otro lado, el crédito al sector privado se ha desacelerado en lo transcurrido de 2004. El buen desempeño de las empresas les ha permitido financiarse con fuentes internas de fondos, y con algunas emisiones de bonos corporativos. Las perspectivas alentadoras de la economía sugieren que la buena situación del sistema financiero continuará, y que al restablecerse la demanda de crédito en etapas posteriores del ciclo, se podrá contar con recursos financieros que la suplan.

Evolución del entorno macroeconómico

Desde 2003, la intermediación financiera en Colombia ha recibido el estímulo de condiciones macroeconómicas externas e internas pro-

picias para su expansión. En el campo externo, la dinámica del comercio internacional ha fortalecido los términos de intercambio, y la prima de riesgo sobre la deuda colombiana ha descendido muy por debajo de los niveles exhibidos a principios de 2003. En lo interno, diversos factores han estimulado la actividad económica desde el año pasado. La política monetaria ha provisto los fondos prestables requeridos para financiar la expansión de la demanda, tanto de bienes de consumo como de inversión. Uno de los principales resultados del conjunto de factores citado ha sido el fortalecimiento de los estados financieros tanto de la banca como de las empresas.

Mientras que los factores internos y externos descritos se mantengan, es de esperarse que la intermediación financiera continúe evidenciando signos de recuperación. Sin embargo, algunas medidas institucionales, como el incremento del impuesto a las transacciones financieras a principios del año, podría reducir el impacto positivo del mencionado entorno.

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

Endeudamiento total del sector real

En 2003 el crecimiento de la deuda total del sector real se moderó, gracias al menor crecimiento en la deuda interna del sector público no financiero (SPNF), al menor endeudamiento externo del sector privado y a la menor devaluación. En el primer trimestre de 2004 se observó una disminución en el endeudamiento total, explicado exclusivamente por la revaluación del peso, ya que tanto el endeudamiento interno como el externo en dólares aumentaron.

Al descomponer la deuda total entre sector público y sector privado se obtiene lo siguiente: en el primer trimestre de 2004, el sector privado disminuyó su endeudamiento total como consecuencia de una menor deuda en dólares y de la caída en la tasa de cambio, a pesar de que su deuda interna aumentó. Al igual que el sector privado, el sector público redujo su deuda total. Esto se debió exclusivamente al efecto de la revaluación, dado que tanto su deuda interna como la externa en dólares aumentaron.

La relación deuda total sobre el producto interno bruto (PIB) disminuyó como consecuencia de un mayor crecimiento económico, y de la disminución del valor de la deuda debida a los factores mencionados, a saber, el menor endeudamiento externo privado en dólares y, sobre todo, el efecto de la revaluación.

Sector corporativo privado

La exposición de las entidades de crédito con el sector corporativo privado como proporción del activo venía incrementándose hasta 2003, y se redujo en el primer trimestre de 2004 como consecuencia de la desaceleración presentada en la cartera comercial. Este comportamiento no es algo típico de períodos con altos niveles de actividad económica como el actual. Por el momento no se advierten problemas que restrinjan potencialmente la oferta de crédito al sector corporativo privado, dado que las entidades financieras mantienen adecuados niveles de capital, márgenes rentables de ganancia, y la percepción de liquidez y disponibilidad de recursos continúa siendo alta. Por otro lado, la demanda de crédito se ha visto afectada por el cambio en la estructura de financiación de las empresas privadas, las cuales han aumentado el uso de recursos internos a la firma, reinvertiendo las utilidades obtenidas durante 2003, y han incrementado las emisiones de bonos con el fin de sustituir parte del endeudamiento con el sistema financiero nacional en lo transcurrido de 2004.

Durante el año 2003 las empresas que colocaron bonos usaron estos recursos para sustituir deuda con entidades del extranjero, mientras que su endeudamiento con el sistema financiero nacional no se redujo. En contraste, en el primer trimestre de 2004 se llevó a cabo una sustitución de endeudamiento con los establecimientos de crédito por medio de la emisión de bonos. Esta sustitución explica parcialmente la desaceleración presentada por la cartera comercial a partir de febrero de 2004.

El sector corporativo privado mantuvo altos niveles en sus indicadores de rentabilidad, lo cual es consistente con la expansión de la actividad económica. El mayor nivel de utilidades reinvertidas permitió mejorar la liquidez inmediata, y llevar a cabo una recomposición del balance de las empresas basada en el fortalecimiento patrimonial.

Las empresas privadas han venido reduciendo tanto su endeudamiento total como el financiero, lo cual en un entorno de bajas tasas de interés, ha permitido mejorar la capacidad de pago y reducir los niveles de presión financiera. Este comportamiento se ha reflejado en una clara mejoría en la solidez del sector corporativo privado, el cual ha reducido significativamente el número de empresas frágiles en años recientes.

Se destaca el fortalecimiento de las empresas productoras de bienes no transables caracterizadas por un favorable desempeño en las ventas y eficiencia administrativa. Por otro lado, aunque las firmas de menor tamaño conservan bajos niveles de endeudamiento, siguen presentando niveles poco favorables en términos de rentabilidad con respecto al grupo de empresas medianas y grandes.

Según las encuestas de expectativas de los empresarios, en 2004 se esperan incrementos tanto en la producción como en la inversión, por lo que no parecen existir señales de desaceleración de la actividad económica. En cuanto a la liquidez y a la disponibilidad de recursos por parte del sistema financiero, los resultados de las encuestas muestran una percepción históricamente satisfactoria de las dos variables.

El comportamiento de la cartera comercial privada en el próximo semestre dependerá de la estructura de financiamiento utilizada por los empresarios, dado que ellos prevén que la oferta crediticia será satisfactoria. En la medida en la que los empresarios sigan financiándose por medio de recursos propios o utilizando con mayor frecuencia el mercado de bonos, es factible que la cartera comercial reduzca la dinámica de crecimiento. Sin embargo, el financiamiento de capital de trabajo y de nuevos proyectos de inversión tenderá a volverse más exigente, en la medida en que se consoliden las tendencias de crecimiento económico, lo cual promovería la reactivación de la demanda de crédito bancario tradicional.

Hogares

La exposición del sistema financiero a la deuda de los hogares ha exhibido un moderado incremento en términos reales en lo transcu-

rrido de 2004. Esta situación no ha sido suficiente para detener la tendencia decreciente de la participación de este tipo de deudores en el total de exposición que presenta el sistema financiero con sus contrapartes.

Al descomponer el monto expuesto a los hogares, se aprecia un acelerado crecimiento de la cartera de consumo y una persistente contracción de la deuda hipotecaria. Como resultado de esta tendencia, la participación de los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) en el total de deuda de los hogares continúa descendiendo, frente a la de otros tipos de entidad con mayor participación de la cartera de consumo, como los bancos comerciales y las compañías de financiamiento comercial (CFC).

La calidad de la cartera de los hogares sigue mostrando una tendencia positiva, aunque subsisten grandes diferencias entre la cartera hipotecaria y la de consumo. Debido al acervo importante de crédito de vivienda que tienen los BECH en sus balances, estos exhiben una calidad de cartera inferior a la del resto de intermediarios. Si bien la calidad de la cartera hipotecaria ha mostrado alguna mejoría, ésta continúa constituyendo un riesgo para el sistema financiero.

La tendencia favorable de la capacidad de pago de los hogares, mencionada en las últimas dos ediciones del *Reporte de Estabilidad Financiera*, continúa presentándose. Esta tendencia está asociada no sólo al aumento del empleo sino también al de los salarios reales.

La confianza de los consumidores se ha fortalecido en línea con el favorable desempeño de la economía. Lo anterior, así como las buenas perspectivas de crecimiento de la demanda interna, permiten prever que la cartera de consumo seguirá registrando tasas de crecimiento importantes en los próximos meses.

Aunque la percepción de los hogares respecto a la compra de vivienda es favorable, el panorama de la cartera hipotecaria es menos claro. La falta de correspondencia entre el comportamiento de la construcción y la cartera hipotecaria así lo sugiere. Los hogares parecen estar financiando la compra de vivienda con recursos alternativos al crédito hipotecario, tales como las remesas del ex-

terior o el acervo de ahorro acumulado en los fondos de pensiones voluntarias.

Sector público no financiero

En el primer trimestre de 2004, la exposición del sistema financiero ante el sector público se incrementó sustancialmente. Tanto los bancos como los BECH han aumentado considerablemente su tenencia de títulos de deuda pública, siendo los primeros quienes registran en sus balances los mayores saldos de dichos títulos.

El SPNF disminuyó su endeudamiento durante el primer trimestre de 2004. Este hecho está explicado en gran parte por la disminución del endeudamiento externo en pesos fruto de la revaluación en dicho período, dado que la deuda en dólares creció. Este menor endeudamiento y el mayor crecimiento de la economía permitieron que la relación de su deuda sobre el PIB disminuyera.

En el endeudamiento externo del Gobierno nacional central (GNC) cabe resaltar que los bonos siguen perdiendo importancia como instrumento de endeudamiento externo, lo cual se ha traducido en una recomposición de la deuda, de bonos externos hacia préstamos con organismos multilaterales.

Evolución reciente del sistema financiero

El portafolio administrado por las administradoras de fondos de pensiones (AFP) ha continuado creciendo durante los últimos seis meses y ha conservado su alta concentración en inversiones de deuda pública. De igual forma, se observa una sustitución de títulos de deuda externa por títulos de deuda interna. El descalce de plazos entre los activos administrados y las pensiones que se pagarán en un futuro aún persiste, a pesar de la mayor oferta de activos de largo plazo como las titularizaciones de cartera hipotecaria.

Con relación a los establecimientos de crédito, el activo total aumentó de manera importante en el último trimestre de 2003, mientras que en lo transcurrido de 2004 se mantuvo prácticamente constante en términos reales. Este comportamiento es similar a la evolución

que ha presentado la cartera hasta mayo. En efecto, si bien el crédito venía mostrando niveles de crecimiento relativamente satisfactorios durante todo el año 2003, su dinámica se ha moderado, sobre todo después de febrero de 2004.

Un análisis más detallado del crédito sugiere que su leve desaceleración no es generalizada en todas sus modalidades: las carteras de consumo y microcrédito, por ejemplo, siguen creciendo a tasas reales superiores al 20%, mientras que la cartera comercial es la responsable del menor dinamismo de la cartera total. Esta desaceleración es la respuesta a diferentes estrategias de las empresas para reducir su endeudamiento con el sistema financiero. Concretamente, las mayores utilidades reportadas en 2003 y la emisión exitosa de bonos por parte de algunas firmas se han utilizado, en parte, para reducir el saldo de sus obligaciones con la banca.

En lo que respecta a la rentabilidad de las entidades de crédito, se puede afirmar que aquella se encuentra en su máximo nivel desde 1995, según el indicador tradicional de retorno sobre activos, lo cual refleja el extraordinario momento que atraviesa el sistema financiero en materia de generación de utilidades.

Los establecimientos de crédito continúan evidenciando niveles de riesgo de crédito y de liquidez históricamente bajos. Esto, junto con niveles adecuados de capital por parte de las entidades financieras, permite inferir que ni el riesgo de crédito ni el de liquidez representan una amenaza latente para la estabilidad del sistema en el corto plazo.

Al contrario de los riesgos de crédito y de liquidez, la exposición al riesgo de mercado se ha incrementado en los primeros meses de 2004, como resultado principalmente de la mayor tenencia de títulos de deuda pública en manos del sistema financiero, y de una mayor volatilidad de los precios de estos títulos. Dicha exposición podría ocasionar problemas en el futuro para las entidades de crédito si los indicadores de sostenibilidad fiscal interrumpen su mejora, y el buen entorno externo se revierte afectando los precios de la deuda pública. Por esta razón es importante reiterar la necesidad de que continúe el ajuste de las finanzas públicas.

En síntesis, la salud del sistema financiero se encuentra en uno de sus mejores momentos de la última década. Su balance se ha fortalecido, y sus indicadores de rentabilidad y de percepción de riesgo crediticio y de liquidez se hallan en niveles altamente satisfactorios. Esta buena situación sugiere que la leve desaceleración en el crédito al sector privado durante 2004 no obedece a una insuficiencia en los recursos prestables del sistema financiero. En la medida en la cual el crecimiento económico siga consolidándose, la ejecución de nuevos proyectos tenderá a corregir la disminución en la demanda del crédito observada en el último trimestre.

Junta Directiva del Banco de la República

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

A lo largo de 2003 la intermediación financiera en Colombia fue alentada por un entorno macroeconómico favorable. Un contexto semejante ha prevalecido durante los primeros cinco meses de 2004. En el plano internacional, los prospectos optimistas planteados hace un año acerca de la dinámica esperada de la economía mundial en 2004 y 2005, han sido reiterados en proyecciones recientes¹. Igualmente, las proyecciones de analistas internacionales acerca del comportamiento previsto de la actividad económica en las economías latinoamericanas, han reafirmado su optimismo².

La dinámica del comercio internacional ha venido estimulando el crecimiento de las exportaciones colombianas, especialmente de las mineras y agrícolas. A los efectos favorables sobre los términos de intercambio, se ha sumado la evaluación que los prestamistas externos han hecho de la deuda colombiana en el último año y medio. Los indicadores de riesgo asociados con el país se redujeron a la mitad y sistemáticamente, a lo largo de 2003. En el primer trimestre de 2004 oscilaron muy cerca de los menores valores alcanzados a finales del año anterior. En las primeras dos semanas de mayo la prima de riesgo sobre la deuda colombiana alcanzó a elevarse significativamente en medio de expectativas de los mercados financieros internacionales acerca de una eventual subida de la tasa de interés en los Estados Unidos. La ampliación del diferencial entre los rendimientos de los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación y los ordinarios seguramente expresa la convicción de los inversionistas acerca de un cierto aumento en la inflación. En todo caso, durante el último mes y medio la prima de riesgo para Colombia ha vuelto a descender, aunque sin alcanzar los niveles de diciembre o marzo últimos.

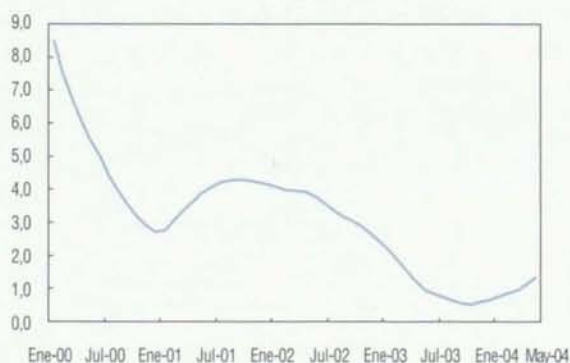
En lo interno, diversos factores han impulsado la actividad financiera en los últimos meses. Desde 2003, principalmente la inversión, pero también el consumo, han venido sosteniendo la expansión de la demanda interna. El clima de confianza empresarial se viene manifestando a través de las encuestas institucionales que revelan su intención de mantener el ritmo de la inversión.

¹ La encuesta del semanario *The Economist* de finales de mayo del año en curso pronostica un crecimiento de la economía de los Estados Unidos de 4,7% en 2004 y de 3,6% en 2005, en comparación con las publicadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) a fines de 2003, según las cuales dichas tasas serían de 4,2% y 3,8%, respectivamente. Igualmente, para los países del área del euro las proyecciones de *The Economist* son de 1,6% y 2,0% para 2004 y 2005 en comparación con las de la OCDE que eran de 1,8% y 2,5%. En conjunto, las proyecciones avizoran un paso sostenido de recuperación de la economía mundial. Se sigue estimando que el comercio mundial crecerá por encima del 8% en 2004 y 2005, cuando en los dos años anteriores escasamente llegó al 4%. Sin embargo, el crecimiento no será uniforme. El comportamiento estelar se le sigue asignando a los Estados Unidos, al cual vienen uniéndose la economía japonesa a partir de su sorprendente viraje en 2003, y más pesadamente Europa.

² A finales de abril, *The Economist* elevó las proyecciones de crecimiento para 2004 y 2005 de 21 entre los 25 países emergentes de su encuesta. Colombia aparece con 3,9% para 2004 y 3,7% para 2005.

Gráfico 1

Tasa de interés real, DTF
Promedio móvil de 12 meses
(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

El reavivamiento de la demanda ha ocurrido en un contexto en el cual las actividades económicas cuentan con el concurso de una política monetaria que ha provisto los fondos prestables requeridos por los empresarios. Los valores de la tendencia de la tasa de interés real en el último año así lo reflejan (Gráfico 1).

En conjunto, la actividad financiera reciente en Colombia ha contado con la contribución positiva tanto del dinamismo de la economía internacional

como del crecimiento interno. Tales aportes han redundado no sólo en indicadores sobresalientes del giro de los negocios, sino en una mejor calidad de los estados financieros tanto de las empresas como de los intermediarios financieros.

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 tanto, 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 doméstico.

En 2003 el crecimiento de la deuda total se aminoró, hecho fundamentado en la moderación del endeudamiento interno del SPNF, el menor endeudamiento externo del sector privado y la baja devaluación³. En el primer trimestre de 2004, si bien el endeudamiento del sector real disminuyó, esto se explica exclusivamente por la revaluación⁴. En efecto, tanto el adeudamiento interno total como el externo total en dólares aumentaron.

³ 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%. Para estos cálculos se utiliza la tasa representativa del mercado de fin de período.

⁴ A marzo de 2004 la tasa se revaluó con respecto al mismo mes del año anterior en 9,5% nominal.

El Cuadro 1 (panel superior) muestra la evolución de la deuda bruta del sector real no financiero entre 1998 y marzo de 2004. Su tasa de crecimiento se redujo en 2003 exhibiendo un incremento real anual de 1,2%, y disminuyó 2,9% a marzo de 2004. En este cambio de dinámica tanto el sector público como el sector privado jugaron un papel relevante, destacándose la disminución en el endeudamiento privado.

A marzo de 2004, la deuda del sector privado no financiero decreció 4,7% real anual, reducción liderada por una disminución de la deuda externa privada en pesos de 19,3% real anual, como consecuencia de una contracción de la deuda externa expresada en dólares de 5,4% anual y de la revaluación. Por otro lado, la deuda interna privada presentó un crecimiento real anual de 6,9%. Este crecimiento del endeudamiento interno del sector privado no financiero se encuentra explicado en gran parte por el incremento acelerado

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

Año	Sector público no financiero			Sector privado no financiero			Deuda total Billones de pesos		
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna 2/ Externa 3/	Total			
	Billones de pesos			en millones de US\$	Billones de pesos			en millones de US\$	
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	50,2	22,6	72,9	14.665,9	121,3
1999	30,6	32,9	63,5	17.547,1	47,7	27,4	75,1	14.624,5	138,6
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	42,1	31,3	73,5	14.061,5	157,6
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	43,2	32,7	75,9	14.273,6	177,4
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	48,5	38,4	87,0	13.421,5	211,8
Mar-03	64,1	65,7	129,8	22.214,8	50,2	39,8	90,0	13.465,6	219,9
2003	70,5	65,9	136,4	23.714,2	56,3	35,6	91,9	12.824,9	228,3
Mar-04	72,6	62,9	135,5	23.486,2	57,0	34,1	91,1	12.744,3	226,7
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		35,8	16,1	51,9		86,3
1999	20,2	21,7	41,9		31,5	18,1	49,6		91,4
2000	24,1	24,0	48,1		24,1	17,9	42,0		90,1
2001	26,9	27,0	54,0		23,0	17,4	40,4		94,4
2002	31,0	30,5	61,5		23,9	18,9	42,8		104,3
Mar-03	30,7	31,4	62,1		24,0	19,1	43,1		105,2
2003	31,6	29,5	61,1		25,0	15,8	40,8		101,4
Mar-04	31,8	27,6	59,4		25,0	15,0	39,9		99,3

Nota: Los datos de bonos privados provienen de la Superintendencia de Valores.

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

2/ Cartera privada bruta con el sector financiero (con *leasing*) - Créditos entre entidades financieras + Acervo de bonos privados en la economía + Titularizaciones de cartera hipotecaria.

3/ Incluye arrendamiento financiero.

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

de emisiones de bonos privados por parte de unas pocas empresas y el aumento de la cartera y el *leasing*.

Por su parte, la deuda del SPNF disminuyó 1,7% real anual en el primer trimestre de 2004. Esta disminución corresponde principalmente a la reducción en el endeudamiento externo en pesos de 10% real anual, dado que la deuda interna creció 6,6% real anual. Sin embargo, la disminución del endeudamiento externo del SPNF se debió primordialmente a la revaluación experimentada en el primer trimestre del año, dado que la deuda externa en dólares creció 5,7% anual.

Para aislar el efecto precio de la tasa de cambio, en el Cuadro 2 se calcula la devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual de cero⁵. Así, el crecimiento real anual de la deuda del sector real sería de 3,6%, correspondiente a un crecimiento de 5,7% real anual de la deuda del SPNF y a un crecimiento de 1% de la correspondiente al sector privado no financiero. Lo anterior implica que la disminución en el endeudamiento del sector real a marzo de 2004 dependió en gran parte de la revaluación de la tasa de cambio. Paralelamente, es de resaltar que en 2003 el sector privado no financiero aumentó su endeudamiento total, tendencia que continúa en el primer trimestre de 2004. Sin embargo, este crecimiento sigue siendo bajo.

El Cuadro 1 (panel inferior) muestra la relación deuda / PIB del sector real entre 1998 y marzo 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 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.

⁵ La tasa de cambio real se define como $\varepsilon = e \frac{p^*}{p}$, donde ε es la tasa de cambio real, e la nominal, p^* es el nivel de precios externo y p es el nivel de precio doméstico. Con esta definición se puede encontrar la devaluación real de una moneda que se define de la siguiente forma:

$$\frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_0}{\varepsilon_0} = \frac{(e_1 p_1^*) / p_1 - (e_0 p_0^*) / p_0}{(e_0 p_0^*) / p_0}$$

Si igualamos la devaluación real a cero y utilizamos cierta manipulación algebraica, encontramos la devaluación nominal consistente con esta condición:

$$\frac{e_1 - e_0}{e_0} = \frac{(\pi - \pi^*)}{(1 + \pi^*)}$$

donde π es la inflación doméstica entre los dos períodos y π^* es la inflación externa correspondiente.

Cuadro 2
Deuda bruta del sector real, 1998-2004 (ejercicio de tasa de cambio)

(Sin la corporación financiera IFI) 1/

Año	Sector público no financiero			Externa en millones de US\$	Sector privado no financiero			Externa en millones de US\$	Deuda total Billones de pesos
	Interna	Externa	Total		Interna 2/	Externa 3/	Total		
	Billones de pesos				Billones de pesos				
1998	23,9	36,1	60,0	15.853,8	50,2	33,4	83,6	14.665,9	143,6
1999	30,5	43,2	73,7	17.547,1	47,7	36,0	83,7	14.624,5	157,4
2000	42,1	49,0	91,1	18.825,4	42,1	36,6	78,7	14.061,5	169,8
2001	50,6	60,6	111,2	22.172,8	43,2	39,0	82,2	14.273,6	193,4
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	48,5	38,4	87,0	13.421,5	211,8
Mar-03	64,1	64,3	128,4	22.214,8	50,2	39,0	89,2	13.465,6	217,6
2003	70,5	71,2	141,7	23.714,2	56,3	38,5	94,8	12.824,9	236,4
Mar-04	72,6	71,2	143,9	23.486,2	57,0	38,7	95,7	12.744,3	239,5
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	25,7	42,7		35,8	23,8	59,5		102,3
1999	20,1	28,5	48,6		31,5	23,7	55,2		103,9
2000	24,0	28,0	52,1		24,1	20,9	45,0		97,1
2001	26,9	32,2	59,2		23,0	20,8	43,7		102,9
2002	31,0	30,5	61,5		23,9	18,9	42,8		104,3
Mar-03	30,7	30,8	61,5		24,0	18,7	42,7		104,1
2003	31,3	31,6	62,9		25,0	17,1	42,1		105,0
Mar-04	31,8	31,2	63,1		25,0	16,9	41,9		105,0

Nota: Los datos de bonos privados provienen de la Superintendencia de Valores.

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

2/ Cartera privada bruta con el sector financiero (con *leasing*) - Créditos entre entidades financieras + Acervo de bonos privados en la economía + Titularizaciones de cartera hipotecaria.

3/ Incluye arrendamiento financiero.

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

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 choques sobre su solvencia o liquidez.

La relación deuda total sobre PIB disminuyó 2,9 puntos porcentuales (pp) en 2003, lo cual es un hecho importante, dado que esta relación venía creciendo desde 2000 con su mayor pico en el año 2002. De la misma forma, a marzo de 2004, esta relación disminuyó 5,8 pp con respecto al mismo mes del año anterior. Esto corresponde a una disminución de esta relación en 3,1 pp por parte del sector privado, mientras el SPNF evidenció un comportamiento similar al disminuir su relación en 2,7 pp. La disminución de la relación se explica en gran parte, por el crecimiento que ha exhibido la economía, el menor endeudamiento del sector privado no financiero y sobre todo la revaluación de la tasa de cambio.

En síntesis, aislando el efecto precio, el sector privado aumentó su endeudamiento total en diciembre de 2003, tendencia que continúa en marzo de 2004. Sin embargo, hay que advertir que este crecimiento fue bajo. Por otra parte, el crecimiento del endeudamiento interno privado obedece principalmente al comportamiento aislado de unas pocas empresas que incrementaron aceleradamente la emisión de bonos y al aumento de la cartera y el *leasing*. Al corregir por devaluación, si bien la dinámica de la deuda del SPNF es moderada con respecto a años anteriores, ésta crece cerca de 2 pp por encima del PIB. Finalmente, la relación deuda sobre PIB disminuyó como consecuencia del crecimiento económico, del menor endeudamiento privado y en especial de la revaluación ocurrida en el primer trimestre de 2004.

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 marzo de 2004 este monto era de \$75,5 billones (b), una cifra 8%⁶ superior 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 75,5%, uno y medio puntos por encima de lo registrado en marzo de 2003 (Cuadro 3).

En cuanto a la composición del monto expuesto por tipo de deudor, se puede observar una tendencia clara de retroceso de la deuda de los hogares y un aumento de la participación del sector público no financiero. El primer sector pierde 2 pp de participación entre marzo de 2003 y marzo de 2004, alcanzando un 28,2% del total del monto expuesto. El aumento de la exposición al sector público está liderado por el aumento en las tenencias de títulos, que crecen 32% en el período reseñado, lo cual contrarresta la caída en la cartera pública. La participación del sector corporativo privado se mantiene constante, principalmente debido al comportamiento de la cartera. Las inversiones en títulos de este sector retroceden a pesar de las importantes emisiones de títulos realizadas a lo largo de 2003.

En las siguientes secciones se analiza el desempeño de cada uno de estos sectores en términos del monto expuesto, la capacidad de pago de los deudores y las perspectivas de crecimiento de la exposición.

⁶ En términos reales.

Cuadro 3
Exposición del sistema financiero a sus principales deudores 1/

Tipo	Marzo de 2003		Marzo de 2004	
	Billones de pesos 2/	Porcentaje	Billones de pesos 2/	Porcentaje
Sector público	20,7	29,6	25,0	33,1
Cartera	5,3	7,6	4,6	6,2
Títulos	15,4	22,0	20,3	26,9
Sector corporativo privado	28,1	40,2	29,2	38,8
Cartera	27,7	39,6	29,0	38,4
Títulos	0,4	0,6	0,3	0,4
Sector hogares	21,1	30,2	21,3	28,2
Cartera	20,3	29,0	20,0	26,5
Titularizaciones	0,8	1,1	1,3	1,7
Total monto expuesto	69,8	100,0	75,5	100,0
Monto expuesto sobre activos		74,1		75,5

1/ El monto total expuesto incluye la cartera bruta de las entidades y las inversiones voluntarias no participativas en el balance del sistema.
2/ Billones de pesos de marzo de 2004.
Fuente: Superintendencia Bancaria; cálculos del Banco de la República.

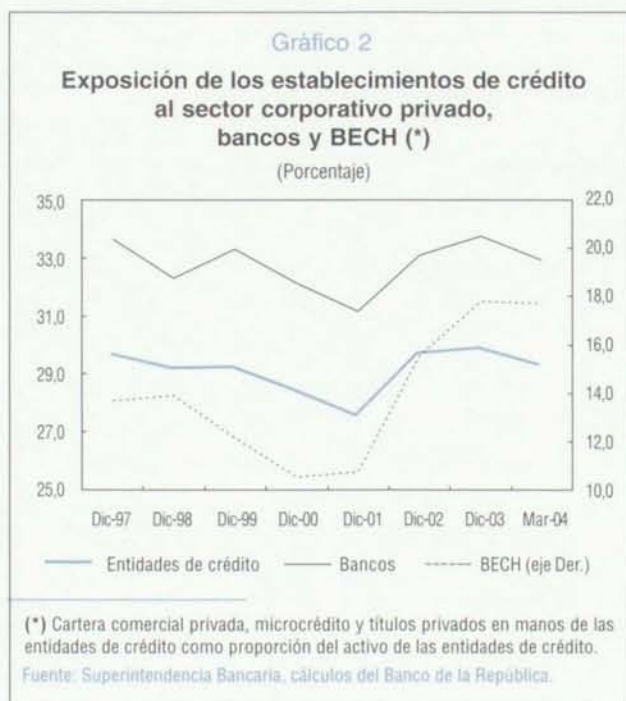
A. Sector corporativo privado

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

a. Monto expuesto

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

La exposición de las entidades de crédito con el sector corporativo privado como proporción del activo se incrementó hasta 2003 y se redujo en el primer trimestre de 2004 (Gráfico 2). La exposición que en diciembre de 2003 alcanzó \$29,03 b presentó a marzo de 2004 un nivel levemente menor de \$29,3 b, consecuencia de la desaceleración presentada en la cartera comercial, especialmente en los bancos comerciales. Después de mantener altos



crecimientos anuales durante 2003, la cartera comercial en marzo y abril creció 1,4% y 1,6% real anual respectivamente, inferior al 4% registrado en diciembre de 2003.

La desaceleración de la cartera comercial no es algo típico de períodos en los que se observan altos niveles de actividad económica como el actual. Este comportamiento puede estar explicado por varios de los hechos reseñados a lo largo de este informe. Por ejemplo, teniendo en cuenta que las entidades financieras mantienen adecuados niveles de capital,

márgenes rentables de ganancia, y la percepción de liquidez y disponibilidad de recursos continúa siendo alta, no se advierten problemas en la oferta de crédito al sector corporativo privado.

Por otro lado, la demanda de crédito se ha visto afectada por la reestructuración del balance que han tenido las empresas, caracterizada por la reinversión de altas utilidades obtenidas durante 2003. El fondeo por medio de recursos internos a la firma y las emisiones de bonos por parte de algunas empresas que sustituyeron endeudamiento con el sistema financiero nacional durante el 2004, explican esta desaceleración.

A lo largo de 2003 también se reinvertieron las utilidades de períodos anteriores para financiar las actividades de las empresas, y la cantidad de bonos colocados aumentó. Sin embargo, esto no afectó en forma importante el dinámico crecimiento de la cartera comercial, ni se reflejó en las obligaciones financieras con el sistema financiero nacional de las empresas del sector real que emitieron bonos. Dada la alta velocidad de rotación que se observó en cartera comercial, posiblemente las firmas recontrataron su deuda en un entorno con tasas más favorables, lo cual les permitió reducir su presión financiera. Esto es consistente con el incremento en desembolsos de crédito comercial y las menores tasas de colocación promedio observadas en 2003 en comparación con las de 2002⁷.

⁷ Las tasas reales de colocación de los desembolsos de tesorería, preferencial y ordinario fueron de 2,26%, 3,63% y 10,27%, respectivamente, en promedio durante 2003, menores en los tres casos que las de 2002 (4,05%, 5,08% y 10,81%).

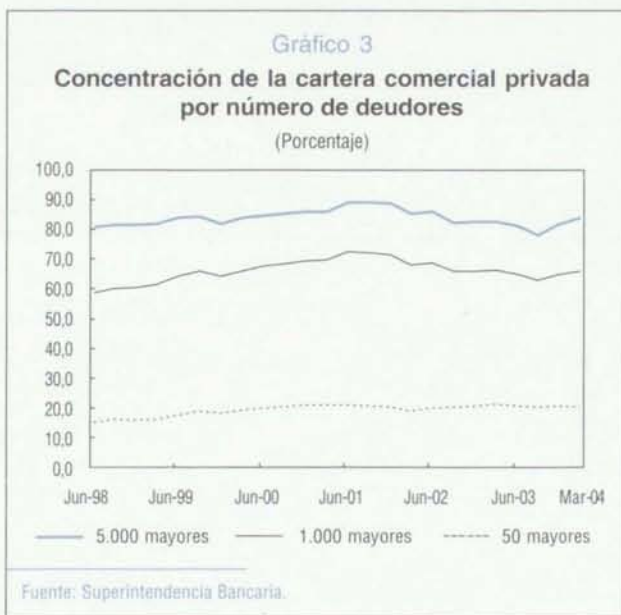
b. Principales deudores del sector corporativo privado⁸

La concentración del crédito privado se incrementó entre septiembre de 2003 y marzo de 2004. La participación del crédito de los 5.000 principales deudores dentro de la cartera comercial privada aumentó de 78,5% a 84,5% en las fechas mencionadas, patrón que también se observó de modo más tenue para los 1.000 mayores deudores (Gráfico 3). Los 50 mayores deudores han mantenido

una participación bastante estable en el último semestre. Por tanto, el indicador de concentración, que venía reduciéndose desde septiembre de 2001, ha cambiado su tendencia desde septiembre de 2003.

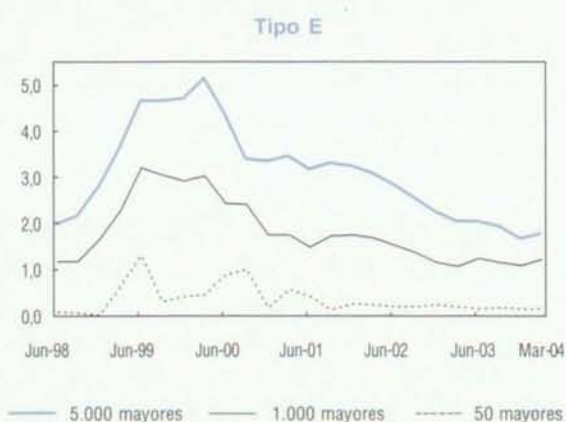
La calidad de la cartera de los principales deudores continuó mejorando y con niveles bastante favorables, tendencia que no ha cambiado en forma importante desde hace tres años. La mayor participación de la cartera de tipo A en la cartera total y la menor participación de la de tipo E en este período, ha sido una característica tanto para los 5.000, los 1.000 y los 50 mayores deudores (Gráfico 4). Aunque en el indicador de cartera de tipo E para los 5.000 y 1.000 mayores deudores ya se empieza a ver un cambio en la tendencia, los niveles siguen siendo aún más bajos que antes de la crisis.

Al examinar la composición por ramas de actividad económica, se observó que la composición de la cartera comercial privada de los principales deudores no ha variado significativamente. Las ramas a las cuales se ha otorgado mayor cantidad de crédito siguen siendo la industria manufacturera y el comercio (con cerca del 40% y 18%, respectivamente). La calidad de los créditos de estas dos ramas continúa mejorando y mantiene a marzo de 2004 una proporción de cartera de tipo A de 90% para la industria manufacturera y 95% para el comercio (Gráfico 5). La rama de la construcción, que ha sido determinante para el crecimiento del PIB hasta marzo de 2004, incrementó su participación en el crédito privado, al pasar de 4,0% en septiembre de 2003 a 4,6%



⁸ Con el objetivo de analizar la concentración de los créditos comerciales privados, la evolución de su calidad y las ramas económicas a las cuales se ha destinado, se utilizó información para los 50, 1.000 y 5.000 principales deudores privados.

Gráfico 4
Evolución de la calidad de la cartera
de los principales deudores
(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

en marzo de 2004, y sigue siendo la rama donde se observan los mayores niveles de cartera deteriorada. Sin embargo, ha sido donde más se ha mejorado la calidad en los últimos seis meses, teniendo en cuenta que pasó de tener una proporción de 57% de cartera de tipo A en septiembre de 2003 a tener una de 72% en marzo de 2004, y que redujo la participación de carteras de tipo B, C, D y E en el mismo período.

En síntesis, la concentración de la cartera de créditos se incrementó levemente entre septiembre de 2003 y marzo de 2004. La calidad de la cartera privada de los principales deudores privados ha mantenido una tendencia positiva que no ha cambiado desde hace tres años, por lo que las principales ramas de actividad económica han mejorado la calidad de su cartera, y a marzo de 2004 gran parte de sus créditos son de tipo

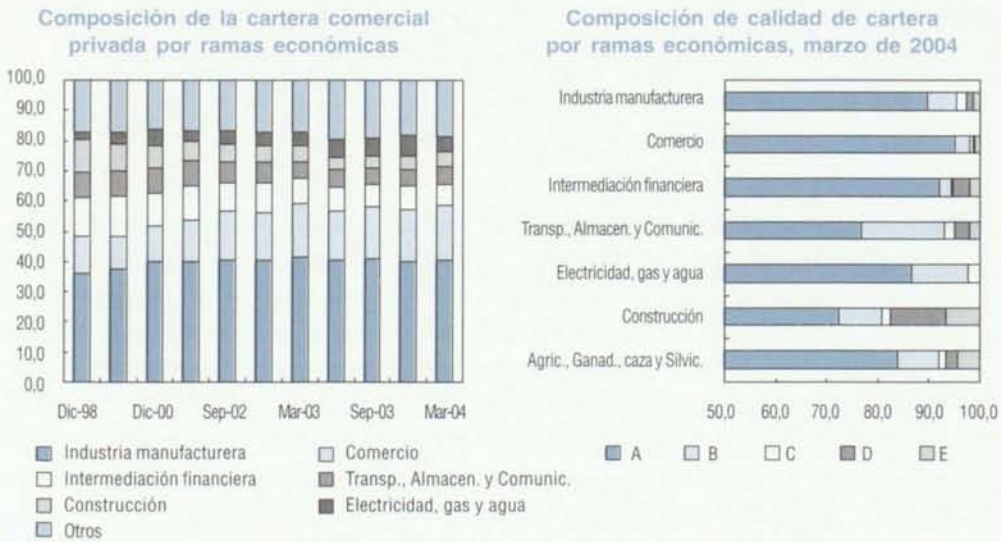
A. El dinamismo reciente en la rama de construcción ha venido acompañado de un importante avance en cuanto a la calidad de sus créditos se refiere; sin embargo, es la rama que mantiene la cartera con mayor deterioro.

2. Resultado de las empresas

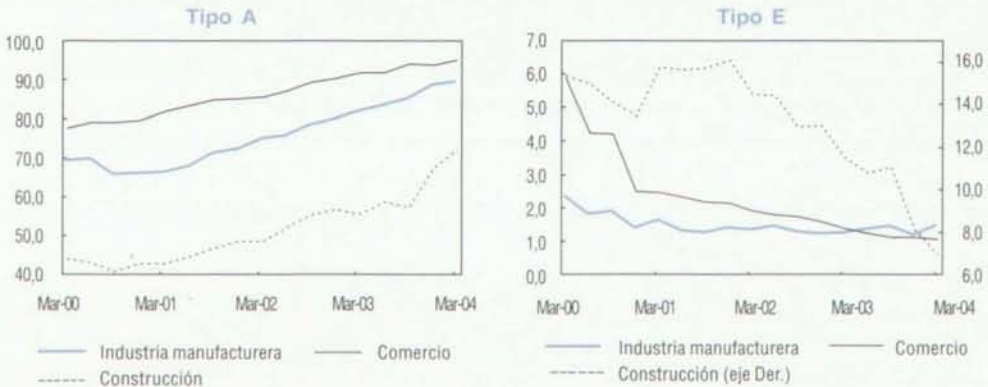
Hay consenso en que el deterioro en los estados financieros de las empresas incrementa la probabilidad de no pago que afronta el sistema financiero. Altos niveles de rentabilidad y bajos niveles de endeudamiento alejarán a una empresa de no pagar oportunamente sus deudas al sistema financiero. Ante choques no esperados que reduzcan la capacidad de pago de las empresas, los altos grados de liquidez también alejan a los prestatarios de esta situación. Con el fin de identificar los riesgos que las empresas del sector real pueden

Gráfico 5

Composición de la cartera comercial privada, 5.000 mayores deudores
(Porcentaje)



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



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

crear en el sistema financiero, en esta sección se examina la evolución y salud financiera de las empresas privadas a partir de indicadores de rentabilidad, endeudamiento y liquidez. Las razones financieras utilizadas se escogieron por su aplicación en estudios similares realizados para otros países, y por basarse en los principales determinantes de fragilidad financiera empresarial identificados para el caso colombiano⁹.

⁹ Martínez, Óscar (2003). "Determinantes de fragilidad en las empresas colombianas", Borradores de Economía, Banco de la República, No. 259.

La información utilizada tiene como fuentes los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia de Valores. Se analizó una muestra homogénea de 3.586 empresas que han reportado su información contable a ambas superintendencias anualmente entre 1995 y 2003. Las empresas se clasificaron por ramas como productoras de bienes transables y no transables, y por tamaño¹⁰.

a. Indicadores de rentabilidad¹¹

El sector corporativo privado sigue presentando buenos resultados y tendencias positivas en cuanto a rentabilidad se refiere, evolución que es consistente con la expansión que ha tenido la economía colombiana. Tras de la recuperación mostrada desde 1999, la rentabilidad ha mantenido niveles superiores a los observados a mediados de la década de los noventa. A lo largo del año 2003 la rentabilidad del activo fue de 5,5%, nivel levemente superior al del año 2002 (de 5,3%), y bastante superior al registrado antes de la crisis en 1995 y 1996 (de 3,6% y 3,1%, respectivamente) (Gráfico 6). A pesar de los marcados aumentos en los costos de producción, la rentabilidad durante el año 2003 se fortaleció gracias a la mayor eficiencia administrativa y al menor impacto de las cuentas no operacionales (especialmente las financieras).

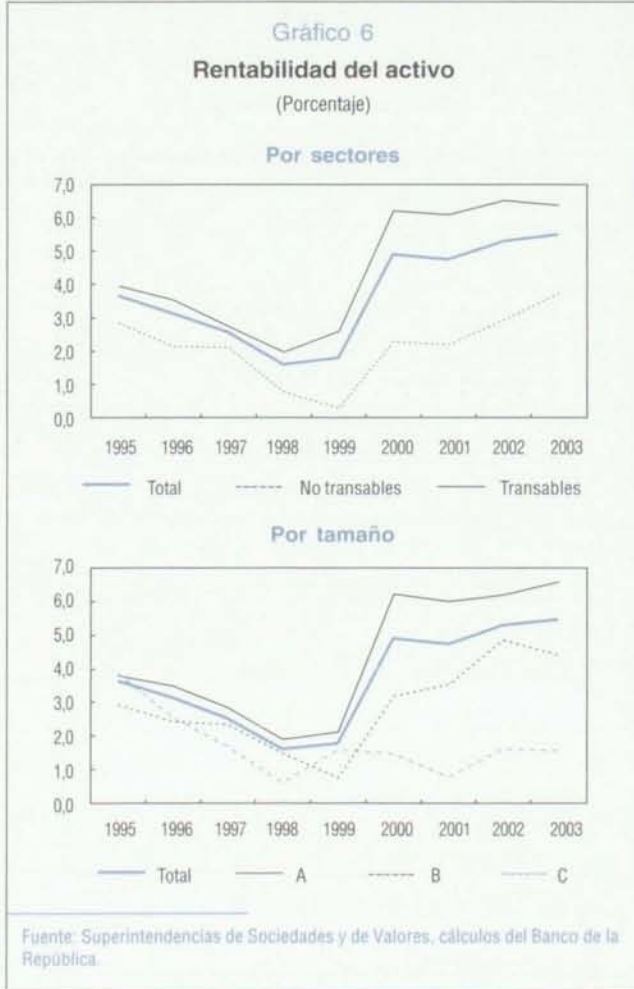
Esta elevada rentabilidad del sector corporativo privado durante la parte alta del ciclo económico también se observó al calcular las utilidades como proporción del PIB, lo que evidencia el carácter procíclico de las utilidades. Desde el año 2000 tanto la utilidad operacional como la utilidad antes de impuestos han mantenido altos niveles como proporción del PIB representando 3,9% y 3,5% en 2003, respectivamente (observación que también se validó para la muestra no homogénea de empresas)¹². La mayor amplitud entre las líneas

¹⁰ Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras. Dependiendo del tamaño en ventas del año 2003, las empresas se clasificaron en tres categorías, siendo la de tipo A el 10% de las empresas con mayores ventas y la de C el 60% de empresas con menores ventas. La muestra incluye 1.891 empresas productoras de bienes no transables y 1.695 productoras de bienes transables; 358 empresas de tamaño alto (A), 1.077 de tamaño medio (B), y 2.151 de tamaño bajo (C). En 2003 las ventas de las 3.586 empresas representaron el 68% de las ventas del total de las empresas de la muestra.

¹¹ Para cuantificar la rentabilidad de las empresas se calculó el indicador de retorno sobre activos y se analizó la composición del estado de pérdidas y ganancias (P y G). El retorno sobre activos se definió como la relación entre utilidad antes de impuestos y activo, y muestra la eficiencia con que una firma genera utilidades, dado un nivel de recursos (tanto los provistos por los dueños incluidos en el patrimonio como los provistos por los acreedores incluidos en el pasivo). Se entiende como utilidad antes de impuestos a la utilidad operacional más los ingresos no operacionales menos los egresos no operacionales, por lo que no incluye impuestos ni ajustes por inflación. En cuanto al P y G, se construyeron los márgenes de ganancia como la relación entre utilidad (partiendo de la utilidad bruta, pasando por la operacional y terminando con la utilidad antes de impuestos) y ventas. De esta forma se intenta medir qué proporción de los ingresos por ventas se conservan una vez se tienen en cuenta los diferentes ingresos y egresos reportados, es decir, se identifican los determinantes de la mayor o menor utilidad final del ejercicio y su evolución.

¹² La muestra total no homogénea de empresas está compuesta por 8.110 firmas en 2003, 8.063 en 2002, 8.039 en 2001, 9.156 en 2000, 8.593 en 1999, 8.366 en 1998, 8.712 en 1997, 7.936 en 1996,

del Gráfico 7, permite ver cómo parte del deterioro rentable vivido durante la parte baja del ciclo tuvo su origen en la estructura no operacional de las empresas. Durante los años 1998 y 1999 la carga financiera de las empresas minó la utilidad del sector corporativo privado en un entorno de altas tasas de interés, devaluación del tipo de cambio y altos niveles de endeudamiento en moneda extranjera¹⁵. Otra parte de la recuperación rentable tuvo origen en el favorable comportamiento de las ventas, las cuales después de experimentar un crecimiento bajo en 2002 (2,8% real), presentaron un crecimiento real de 6,8% en 2003. Este comportamiento ha sido consistente con el crecimiento de la demanda interna desde el año 2000 y con la recuperación de las exportaciones a finales del año 2003 (por el mayor precio de los *commodities*, la recuperación de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y el restablecimiento de preferencias arancelarias con los Estados Unidos) después de un desempeño poco satisfactorio en 2002.



Al examinar la rentabilidad por sectores, se observa que la dinámica antes descrita ha sido el resultado de una tendencia creciente en la rentabilidad de las empresas productoras de bienes no transables y una estabilidad en la de las transables (Gráfico 6). A pesar de dicha estabilidad en el indicador de rentabilidad de las empresas productoras de bienes transables en el último año, el

y 8.484 en 1995. Los resultados y tendencias descritos no varían mucho al tomar esta muestra no homogénea de empresas: La rentabilidad del activo mantiene un crecimiento importante desde 1999 y un nivel inferior al de la muestra homogénea en el año 2003 de 4,6%.

¹⁵ Durante 1999 los egresos financieros llegaron a representar 10% de las ventas, y los ingresos financieros sólo 4%, con niveles de \$6,1 b y \$2,5 b, respectivamente. Para el año 2003 los egresos sólo representaron 4% y los ingresos 2%, equivalentes a niveles de \$4,9 b y \$2,3 b, respectivamente.

Gráfico 7
Utilidad y ventas
(Como porcentaje del PIB)



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

aumento en utilidades en el sector de las no transables hizo que se incrementara levemente el indicador de retorno sobre activo para el total de empresas.

Las empresas productoras de bienes no transables que en el año 1999 presentaron utilidades antes de impuestos por \$0,1 b, han mejorado su eficiencia administrativa y han reducido la carga financiera (Cuadro 4). Los gastos administrativos y de ventas que llegaron a representar en 1999 el 26% de las ventas, en 2003 constituyeron el 21% de las mismas. De forma similar los ingresos y egresos no operacionales que normalmente reducían la utilidad de la operación de este grupo de empresas (especialmente debido a la carga financiera), en 2003 no afectaron negativamente la utilidad del ejer-

cicio. De esta forma han mejorado año tras año los resultados del estado de pérdidas y ganancias cuyas utilidades antes de impuestos para 2003 registraron un valor de \$1,8 b y un retorno del activo de 3,7%.

Por su parte, las empresas productoras de bienes transables han mantenido una rentabilidad estable desde el año 2000 y mayor que la de los no transables¹⁴ (Gráfico 8). En el último año las utilidades antes de impuestos crecieron solamente 5,9% (-0,6% real) vs. 8,3% del activo (1,7% real), razón por la cual el indicador de retorno del activo decreció levemente en este sector y se situó en un nivel de 6,4%. Para el total de empresas, gran parte de la reducción en la utilidad se debe a la menor eficiencia en el proceso productivo inducida por el crecimiento en los costos de producción que redujo el margen bruto 2% (Cuadro 4).

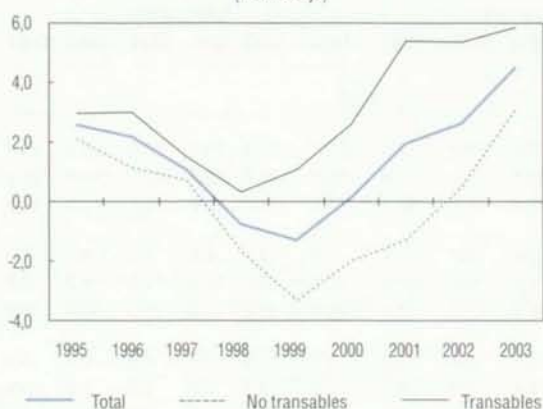
¹⁴ Hay que tener en cuenta que este grupo de empresas es de especial relevancia al analizar la rentabilidad total, ya que a lo largo de los años de la muestra se ha caracterizado por aportar más de dos terceras partes de la utilidad antes de impuestos.

Cuadro 4
Composición del estado de pérdidas y ganancias por sectores

	Biliones de pesos						% de ventas					
	1995	1997	1999	2001	2002	2003	1995	1997	1999	2001	2002	2003
Total												
A. Utilidad bruta (1 - 2)	10,4	15,6	18,7	25,4	29,0	31,3	26,7	27,3	29,4	27,9	29,0	27,4
1. Ventas	38,9	57,2	63,8	91,0	100,1	113,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	28,5	41,6	45,0	65,6	71,1	82,7	73,3	72,7	70,6	72,1	71,0	72,6
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	2,2	3,3	3,7	6,6	8,2	8,8	5,6	5,7	5,8	7,3	8,1	7,7
3. Gastos administración	4,2	6,1	7,3	8,4	9,3	10,0	10,7	10,7	11,4	9,3	9,3	8,8
4. Gastos ventas	4,1	6,2	7,8	10,3	11,6	12,4	10,5	10,8	12,2	11,3	11,6	10,9
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,9	2,1	1,8	5,5	6,9	7,8	4,9	3,6	2,8	6,0	6,9	6,8
5. Ingresos no operacionales	2,7	4,4	5,7	5,1	7,9	6,7	7,0	7,7	8,9	5,6	7,9	5,8
6. Egresos no operacionales	3,0	5,6	7,6	6,2	9,1	7,7	7,7	9,8	12,0	6,8	9,1	6,7
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,7	2,0	0,6	3,6	4,6	5,4	4,0	4,0	1,0	4,0	5,0	5,0
No transables												
A. Utilidad bruta (1 - 2)	3,6	5,6	6,7	9,3	10,2	11,3	26,3	25,9	28,3	26,1	26,3	25,3
1. Ventas	13,6	21,6	23,7	35,6	38,7	44,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	10,0	16,0	17,0	26,3	28,5	33,2	73,7	74,1	71,7	73,9	73,7	74,7
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	0,6	0,9	0,7	1,3	1,5	1,7	4,4	4,3	3,2	3,6	3,9	3,9
3. Gastos administración	1,9	2,8	3,2	3,9	4,3	4,5	13,7	13,0	13,6	10,9	11,0	10,2
4. Gastos ventas	1,1	1,9	2,7	4,1	4,4	5,0	8,2	8,6	11,6	11,6	11,4	11,2
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	0,4	0,6	0,1	0,9	1,3	1,8	3,1	2,7	0,4	2,5	3,4	4,1
5. Ingresos no operacionales	0,6	1,2	1,7	1,8	2,3	2,4	4,8	5,6	7,3	5,0	6,1	5,4
6. Egresos no operacionales	0,8	1,6	2,4	2,1	2,5	2,3	6,1	7,2	10,0	6,0	6,6	5,2
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	0,4	0,6	(0,1)	0,5	0,8	1,3	3,2	3,0	(0,6)	1,3	2,0	2,8
Transables												
A. Utilidad bruta (1 - 2)	6,7	10,0	12,0	16,1	18,8	20,0	26,9	28,1	30,0	29,1	30,6	28,8
1. Ventas	25,0	35,7	40,1	55,4	61,5	69,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	18,3	25,6	28,0	39,3	42,6	49,5	73,1	71,9	70,0	70,9	69,4	71,2
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,6	2,4	2,9	5,4	6,6	7,0	6,2	6,6	7,4	9,7	10,8	10,1
3. Gastos administración	2,3	3,3	4,1	4,6	5,0	5,5	9,1	9,4	10,1	8,2	8,2	7,9
4. Gastos ventas	2,9	4,3	5,0	6,2	7,2	7,5	11,6	12,1	12,5	11,2	11,7	10,7
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,5	1,5	1,7	4,6	5,6	5,9	5,9	4,2	4,2	8,3	9,1	8,5
5. Ingresos no operacionales	2,1	3,2	4,0	3,3	5,5	4,3	8,2	8,9	9,9	5,9	9,0	6,2
6. Egresos no operacionales	2,2	4,0	5,3	4,0	6,6	5,4	8,6	11,3	13,1	7,3	10,7	7,7
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,2	1,4	0,8	3,1	3,9	4,1	4,9	3,9	2,0	5,7	6,3	5,9

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

Gráfico 8
**Rentabilidad del activo,
muestra total de empresas**
(Porcentaje)



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

Las ramas de actividad económica que más se destacaron por su positivo desempeño durante el año 2003 fueron la minería, y el transporte-almacenamiento-comunicaciones. Mientras que la primera conserva los niveles más altos de rentabilidad entre ramas, la segunda se destaca por la recuperación en utilidades en el último año, aunque con una rentabilidad baja¹⁵. La rama menos rentable en el año 2003 fue la de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca con una rentabilidad del activo de 1,3%.

Hay que destacar que ha sido el 10% de empresas con mayores ventas en el año 2003 el que ha tenido la mayor rentabilidad del activo (6,6% en 2003, Gráfico 6). Sin embargo, preocupa que el 60% de las empresas clasificadas como de tamaño pequeño no haya recuperado niveles de rentabilidad satisfactorios, y aún se encuentren en niveles similares a los del año 1999 (alrededor de 1,5%).

Por último, vale la pena resaltar cómo el impacto de los impuestos sobre la utilidad final de las empresas del sector privado ha aumentado en forma importante en los últimos dos años. El pago de impuestos que en el año 2001 representó 2,2% de las ventas pasó en 2003 a representar 2,8% de las mismas, variación equivalente a \$1,24 b resultante de pasar de \$1,96 b a \$3,21 b en las fechas en cuestión.

b. Indicadores de liquidez¹⁶

El positivo desempeño en rentabilidad ha permitido incrementar los niveles de liquidez inmediata de las empresas privadas durante los últimos años, lo que se refleja en la mayor importancia del efectivo dentro del balance de las

¹⁵ Los mayores niveles de utilidad en la rama se concentraron en el sector de comunicaciones, específicamente en servicios telefónicos.

¹⁶ El riesgo de iliquidez en las empresas puede ser afrontado temporalmente, manteniendo un mayor volumen de activos fácilmente realizables como proporción de las obligaciones de corto plazo o de los recursos disponibles. Este amortiguador, reflejo de la liquidez de las empresas, se midió a partir de la relación disponible / activo y de la relación corriente (activo corriente / pasivo corriente). El primero refleja de mejor manera el grado de liquidez inmediata de una empresa, mientras el segundo compara una liquidez no tan inmediata (que incluye cambios en eficiencia derivados del manejo de inventario, inversiones temporales y deudores de corto plazo) con el pasivo de corto plazo.

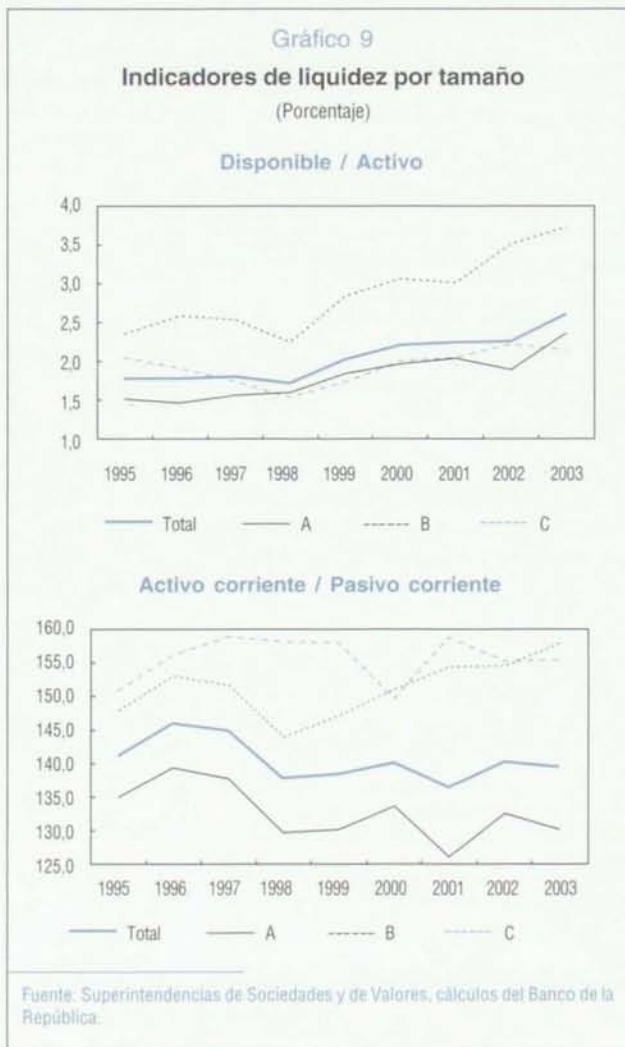
empresas, cuya participación en el activo para el año 2003 fue de 2,6% (Gráfico 9). La baja rentabilidad de las firmas de menor tamaño no ha permitido acumular disponible a este grupo, lo cual incrementa la fragilidad de estas empresas que, por sus dificultades de financiación, deberían mantener mayores niveles de liquidez inmediata.

Con respecto a la liquidez más estructural, el crecimiento del activo y pasivo de corto plazo de las empresas ha sido bastante similar desde 1998, por lo que se ha mantenido una relación corriente estable que para el año 2003 fue de 139% (Gráfico 9). Sin embargo, sí ha habido una recomposición de ambas cuentas entre los años 2001 y 2003 (Cuadro 5). El pasivo corriente se caracterizó por la menor importancia de las obligaciones financieras, mientras que

en el caso del activo corriente, además del incremento en el disponible ya reseñado, se redujeron las cuentas por cobrar (especialmente en el año 2003).

c. Indicadores de endeudamiento¹⁷

Las empresas privadas redujeron tanto su endeudamiento financiero como su endeudamiento total durante el año 2003. Después de una clara tendencia hacia mayores niveles de apalancamiento desde 1997 y de una relativa estabilidad entre los años 2000 y 2002, las empresas privadas redujeron el tamaño de los pasivos en relación con el activo durante el año 2003 hasta llegar a un



¹⁷ Como medida del grado de apalancamiento se utilizaron los cocientes pasivo a activo y la relación obligaciones financieras a activo. Mientras el primero se refiere a una medida de endeudamiento global (financiero, con proveedores, cuentas por pagar, obligaciones laborales, bonos y otros), el segundo es el subconjunto del primero que sólo incluye el endeudamiento financiero.

Cuadro 5
Composición del balance, 2002-2003
(Billones de pesos)

Activo			Pasivo		
	2002	2003		2002	2003
Corto plazo			Corto plazo		
Disponible	2,9	3,7	Obligaciones financieras	10,4	10,7
Inversiones	4,3	4,7	Proveedores	9,6	10,5
Deudores	23,8	24,3	Cuentas por pagar	5,8	6,1
Inventario	14,1	15,5	Impuestos	2,6	2,6
Diferidos	0,9	0,8	Obligaciones laborales	0,9	1,0
Activo corriente	45,9	49,0	Otros pasivos	3,3	3,9
			Bonos y papeles comerciales	0,2	0,4
Largo plazo			Pasivo corriente	32,8	35,2
Inversiones	18,9	23,2			
Deudores	3,7	3,1	Largo plazo		
Propiedad planta y equipo	22,8	23,9	Obligaciones financieras	9,9	8,8
Intangible	4,2	4,8	Cuentas por pagar	2,3	2,3
Diferidos	6,6	5,9	Obligaciones laborales	0,1	0,1
Otros activos	0,3	0,4	Otros pasivos	4,5	4,9
Valorizaciones	29,0	31,7	Bonos y papeles comerciales	2,0	3,5
Activo no corriente	85,6	93,1	Pasivo no corriente	18,9	19,7
Activo total	131,5	142,2	Pasivo total	51,7	54,9
			Patrimonio	79,8	87,3

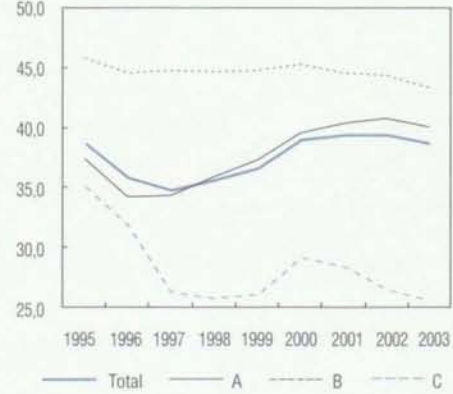
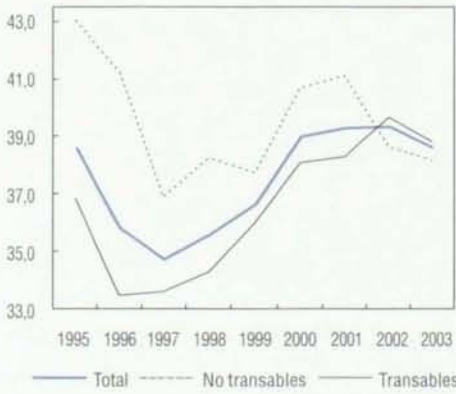
Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

nivel de 38,6% (Gráfico 10). Esta caída en el endeudamiento se observó tanto en las empresas productoras de bienes no transables como en las de los transables, manteniendo estas últimas un nivel levemente mayor. Al discriminar por tamaño, nuevamente todos los grupos tienden a disminuir su endeudamiento. Las empresas más endeudadas siguen siendo las de tamaño medio, mientras que las pequeñas mantienen bajos niveles de endeudamiento en relación con el resto de firmas.

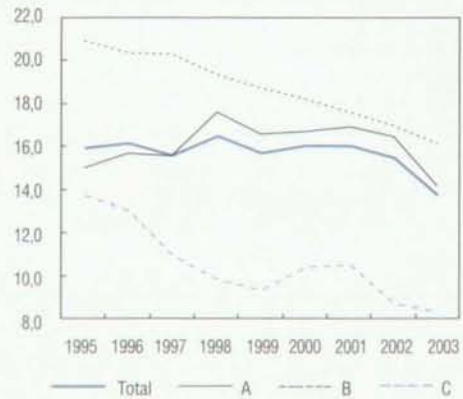
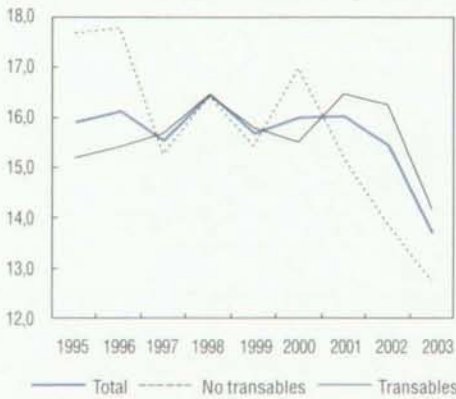
La recomposición del balance hacia un sector corporativo privado fortalecido patrimonialmente en el año 2003 se observó en el mayor crecimiento del patrimonio (9%) sobre el pasivo (6%). En el último año las empresas pasaron a usar más frecuentemente recursos propios para fundear el crecimiento de sus inversiones y de otros rubros del activo, dependiendo cada vez menos de la financiación externa a la firma. Después de ocurrida la rápida acumulación de deuda que se observó hasta el año 2000, el cambio progresivo en la estructura de capital de las empresas se ha traducido en un sector real menos vulnerable a choques económicos, en donde han primado mejores niveles de liquidez y solvencia, y en donde se ha reducido el número de empresas frágiles de la economía (Gráfico 11).

Gráfico 10
Indicadores de endeudamiento (por sectores y tamaño)
(Porcentaje)

Pasivo / Activo



Obligaciones financieras / Activo



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

La caída en el endeudamiento total ha estado ligada a la reducción desde el año 2002 de las obligaciones financieras tanto como proporción del activo como del pasivo (Gráfico 10 y Cuadro 6). El endeudamiento financiero como proporción del activo, que alcanzó su máximo nivel en 1998 (16,4%), mantuvo niveles cercanos al 16% hasta 2001, año a partir del cual se ha venido reduciendo hasta alcanzar en 2003, 13,7%. La reducción de las obligaciones financieras dentro del pasivo también fue significativa (Cuadro 6), siendo sustituida especialmente en el último año en algunas firmas por medio de la emisión de bonos y papeles comerciales (Recuadro 1).

La menor dinámica del endeudamiento financiero total en el último par de años se ha observado tanto en las obligaciones con el sistema financiero na-

Cuadro 6
Composición del pasivo

	1995	1997	1999	2001	2002	2003
Billones de pesos						
Obligaciones financieras	8,3	12,8	15,7	18,7	20,3	19,5
Proveedores	3,6	4,8	6,6	8,5	9,6	10,5
Cuentas por pagar	3,7	4,3	5,8	7,4	8,0	8,4
Impuestos	0,8	1,1	1,4	1,9	2,6	2,6
Obligaciones laborales	0,5	0,7	0,9	1,1	1,1	1,1
Pasivos estimados y provisiones	1,2	1,9	2,8	3,6	4,2	4,9
Pasivo diferido	0,9	1,2	1,5	1,8	2,1	2,2
Otros pasivos	1,0	1,4	1,2	1,3	1,6	1,8
Bonos y papeles comerciales	0,2	0,3	0,8	1,5	2,3	3,8
Pasivo total	20,2	28,6	36,6	45,8	51,7	54,9
Participación en el pasivo						
Obligaciones financieras	41,2	44,8	42,8	40,8	39,3	35,5
Proveedores	17,7	16,9	18,0	18,6	18,6	19,2
Cuentas por pagar	18,2	14,9	15,8	16,2	15,5	15,4
Impuestos	3,9	3,7	3,8	4,2	5,0	4,8
Obligaciones laborales	2,7	2,5	2,5	2,3	2,1	2,1
Pasivos estimados y provisiones	6,1	6,8	7,5	7,9	8,0	8,9
Pasivo diferido	4,3	4,2	4,1	3,9	4,1	4,0
Otros pasivos	5,1	4,9	3,3	2,8	3,1	3,2
Bonos y papeles comerciales	0,8	1,2	2,1	3,3	4,4	7,0
Pasivo total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Cuadro 7
Composición de las obligaciones financieras

	Billones de pesos			Participación			Crecimiento real	
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001-2002	2002-2003
Entidades de crédito nacionales	12,2	13,0	13,6	65,5	63,9	69,7	(1,1)	(1,7)
Entidades del exterior	4,4	5,2	4,0	23,8	25,7	20,7	9,6	(27,5)
Otros (*)	2,0	2,1	1,9	10,7	10,4	9,6	(1,0)	(17,4)
Obligaciones financieras totales	18,7	20,3	19,5	100,0	100,0	100,0	1,4	(10,0)

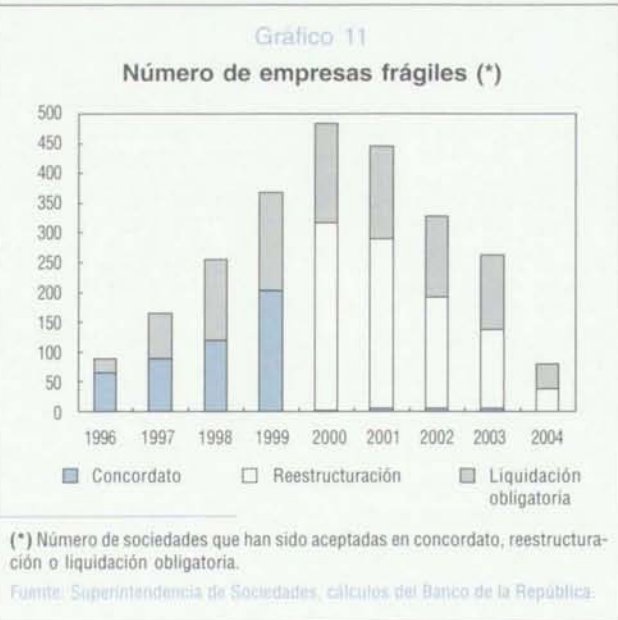
(*) Incluye obligaciones gubernamentales, compromisos de recompra de cartera e inversiones negociadas y otras.

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

cional, como con entidades del exterior (Cuadro 7). El menor endeudamiento con las entidades del exterior se reflejó en los bajos crecimientos de los créditos en dólares en los años 2001-2002-2003 (-6% y -20%, respectivamente)¹⁸. En el caso de las obligaciones financieras contraídas con el sistema financiero nacional, la composición por prestamista no ha variado mucho, y las entidades más expuestas siguen siendo los bancos comerciales con el 81% de los \$13,6 b reportados en 2003, seguidos

por las corporaciones financieras (CF) con el 13%, las CFC con 4% y los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) con 1%.

Resumiendo, las obligaciones financieras y el endeudamiento total del sector corporativo privado se redujeron durante el año 2003 en aras del fortalecimiento patrimonial, en un entorno de alta rentabilidad, bajas tasas de interés y creciente liquidez inmediata. La mejor capacidad de pago (medida por el mayor disponible por unidad de deuda financiera), y el menor y bajo nivel de la presión financiera (ante el positivo crecimiento en ventas y la caída en egresos financieros), han mejorado la salud de un sector corporativo privado que hace unos años pasó por desfavorables épocas, y que en años recientes viene reduciendo el número de empresas frágiles.



RECUADRO 1

¿HASTA QUÉ PUNTO HA SUSTITUIDO EL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS POR MEDIO DE LA EMISIÓN DE BONOS?

La emisión de acciones, títulos y bonos por parte de las empresas podría sustituir eventualmente la financiación que por medio de la cartera de créditos comerciales otorga el sistema financiero. Durante 2003 se colocaron en el mercado primario acciones, títulos y

¹⁸ El crecimiento en moneda nacional ha dependido de la devaluación del peso con respecto al dólar en los años 2002 y 2003, el cual fue de 25% y -3%, respectivamente.

Cuadro 1 R1
Bonos y obligaciones financieras con el sistema financiero doméstico
de las empresas privadas colombianas

(Miles de millones de pesos)

	Crecimiento		Crecimiento (Sin empresa sector bebidas)	
	2001-2002	2002-2003	2001-2002	2002-2003
Bonos	1.719	1.974	610	611
Obligaciones financieras	1.888	(909)	518	(790)
Entidades de crédito nacionales	673	(12)	200	(42)
Entidades del exterior	1.171	(879)	275	(730)

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

bonos por \$3,43 b, cifra levemente inferior a la observada en 2002 de \$3,16 b. En ambos años, aproximadamente el 80% fue emitido por empresas privadas, entre las que se destaca una empresa del sector de bebidas que emitió bonos por \$1,07 b y \$1,44 b en 2002 y 2003, respectivamente¹.

Los balances agregados para las empresas del sector corporativo privado mostraron durante los años 2002 y 2003 un incremento en la financiación por medio de bonos y papeles comerciales, y un reducido crecimiento en las obligaciones financieras tanto totales como con el sistema financiero nacional (cuadros 6 y 7). Sin embargo, al analizar solamente la información de las empresas que incrementaron su nivel de bonos en el período de 2001 a 2003, se pudo observar que estas firmas no redujeron significativamente sus obligaciones financieras con el sistema financiero nacional (Cuadro 1 R1). Durante el año 2002 las empresas que incrementaron la emisión de bonos en \$1.719 mm también incrementaron su nivel de obligaciones financieras con las entidades de crédito nacionales en \$673 mm. En 2003 las empresas que incrementaron la emisión de bonos en \$1.974 mm redujeron su nivel de obligaciones financieras con las entidades de crédito nacionales en sólo \$12 mm.

Muchas de las empresas que emitieron bonos en los años 2002 y 2003 afirmaron en su momento que su objetivo era reducir su carga financiera. Dado que las obligaciones fi-

¹ No se tienen en cuenta las emisiones realizadas por establecimientos de crédito, fondos de valores, Fogafin, titularizadora y organismos multilaterales de crédito. Empresas privadas no incluyen prestadoras de servicios públicos.

nancieras netas con entidades domésticas de estas empresas no se redujeron, los recursos procedentes de la emisión pudieron haberse destinado a refinanciar las deudas en un entorno de mejores tasas de interés. De esta forma, se aminora la carga financiera de las empresas sin reducir el monto neto de obligaciones financieras, lo que fue consistente con la mayor rotación de la cartera comercial y las menores tasas de interés de los desembolsos durante el año 2003. Donde sí se observó una sustitución de deuda financiera por medio de bonos fue en el año 2003 en el caso del endeudamiento externo, el cual disminuyó en \$879 mm, en tres importantes empresas del sector real.

Por último, es importante contestar la pregunta de este recuadro para los primeros meses del año 2004, período en el cual se observó una desaceleración en cartera comercial en marzo y abril. En lo que va transcurrido del año 2004 se colocaron \$860 mm en bonos, emisión que se concentró en dos empresas prestadoras de servicios públicos. Según los datos reportados a la Superintendencia de Valores, \$615 mm de estas colocaciones serían usadas para sustituir deuda. Al examinar los balances de estas empresas se observó una sustitución de endeudamiento con entidades del sistema financiero nacional por \$566 mm. Si este monto hubiera sido financiado totalmente por medio de cartera comercial, el crecimiento en esta modalidad de cartera entre marzo de 2003 y 2004 habría sido de 9,6%, superior al 7,7% observado, e inferior a los presentados antes de febrero.

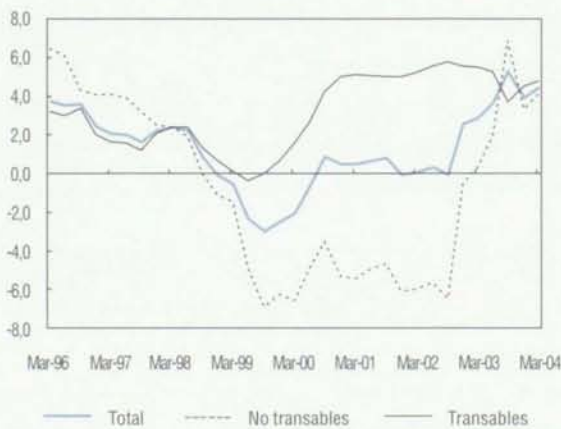
Durante el año 2003, las empresas que colocaron bonos sólo redujeron levemente su endeudamiento con el sistema financiero nacional, y sí sustituyeron deuda con entidades del extranjero. A la luz de las cifras de rotación de cartera comercial, posiblemente las empresas del sector real amortizaron y contrajeron nuevo endeudamiento en un entorno de mejores tasas de financiamiento, de tal forma que en el acervo neto de obligaciones financieras con entidades domésticas la reducción fue casi nula. Con respecto al primer trimestre de 2004, que es el período que presenta una disminución más marcada en los niveles de crecimiento observados de la cartera comercial, sí se llevó a cabo una sustitución de endeudamiento financiero por medio de la emisión de bonos por \$566 mm. Sin embargo, esta sustitución no explica completamente la desaceleración presentada por la cartera comercial a marzo de 2004, en la que también influyó la financiación empresarial por medio de la reinversión de utilidades.

d. Resultado de las empresas a marzo de 2004

Con el fin de analizar la evolución reciente de las empresas, se examinaron los estados financieros de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores que reportaron a la Superintendencia de Valores hasta marzo de 2004.

Gráfico 12

Utilidad antes de impuestos / Activo
(Porcentaje)



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

Esta información no debe ser considerada como representativa del promedio de empresas privadas, ya que en su mayoría son firmas con un gran tamaño tanto en las ventas como el activo. Por tal razón, el comportamiento de algunas empresas específicas puede determinar en gran medida los resultados agregados. En promedio, desde 1998 se cuenta con una muestra no homogénea de 139 empresas que reportan sus estados financieros con periodicidad trimestral. Para marzo de 2004 se trabajó con una muestra de 121 empresas, 73

productoras de bienes transables y 48 de las de no transables.

En marzo de 2004 el sector corporativo privado ha seguido mostrando un alto nivel de rentabilidad empresarial, acorde con la expansión que tuvo la economía colombiana hasta el primer trimestre de 2004. La rentabilidad del activo de los últimos trimestres ha sido superior a la presentada en los años anteriores a la recesión económica¹⁹. El positivo desempeño se ha observado tanto en las empresas productoras de bienes no transables como en las de transables, con una rentabilidad del activo para marzo de 2004 de 4,1% y 4,8%, respectivamente (Gráfico 12). Sin embargo, mientras las productoras de no transables se han destacado por el aumento progresivo en rentabilidad en los últimos años, desde finales del año 2000 las de transables se han caracterizado por mantener niveles de rentabilidad cercanos al 5,5% con una leve tendencia decreciente en el último año.

El nivel observado de rentabilidad ha dependido en forma importante del favorable desempeño de las ventas del último año. El crecimiento real de las ventas entre marzo de 2003 e igual mes de 2004 fue de 10%, y estuvo impulsado por el positivo desempeño de la demanda interna y de las exportaciones²⁰.

¹⁹ Todas las cifras contenidas en el P y G fueron anualizadas de la siguiente forma:

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

²⁰ Los niveles de crecimiento en ventas se calcularon con base en los balances de marzo de 2003 y marzo de 2004 de 112 empresas homogéneas (44 no transables y 68 transables).

Al mismo tiempo, al detallar la composición del P y G se puede observar que las utilidades cada vez son menos sensibles a la carga financiera de la empresa. El menor endeudamiento financiero, la revaluación del tipo de cambio y las bajas tasas de interés han permitido incrementar la utilidad final de las empresas al reducir la importancia de los egresos financieros netos (ingresos financieros-egresos financieros), que pasaron de representar el 6% de las ventas en marzo de 2003 al 4% de las ventas de marzo de 2004 (Cuadro 8). Este comportamiento fue particularmente relevante para las empresas productoras de bienes no transables, quienes también se vienen destacando por un margen bruto creciente y menores gastos de administración y ventas (Gráfico 13). Por otro lado, en el último año las empresas productoras de bienes transables han mantenido constantes su carga financiera y sus gastos de administración y ventas, pero han reducido marginalmente su rentabilidad debido al menor margen bruto.

Las condiciones de liquidez mejoraron marginalmente en el primer trimestre de 2004 y no se han modificado significativamente en el último año (Gráfico 14). Mientras la liquidez inmediata (disponible) mejoró levemente y se mantiene en niveles usuales en ambos sectores, la menos inmediata sigue presen-

Cuadro 8
Composición del estado de pérdidas y ganancias por sectores (*)

	Billones de pesos			% de ventas		
	Mar-03	Dic-03	Mar-04	Mar-03	Dic-03	Mar-04
A. Utilidad bruta (1 - 2)	8,9	9,7	10,2	35,4	35,5	35,8
1. Ventas	25,2	27,4	28,5	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	16,3	17,7	18,3	64,6	64,5	64,2
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	2,9	3,5	3,8	11,6	12,9	13,2
3. Gastos administración	2,8	3,0	3,0	11,2	10,8	10,6
4. Gastos ventas	3,2	3,2	3,4	12,6	11,8	12,0
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,6	2,5	2,9	6,3	9,0	10,1
5. Ingresos no operacionales	6,8	3,0	3,3	26,9	11,1	11,6
Financieros	5,5	1,1	1,1	21,6	3,9	3,9
6. Egresos no operacionales	8,1	4,1	4,2	32,2	15,0	14,7
Financieros	6,9	2,1	2,2	27,3	7,8	7,8
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,5	2,4	2,8	5,9	8,8	10,0

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

Gráfico 13
Márgenes de rentabilidad
 (Porcentaje)



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

tando a las empresas productoras de bienes transables como las más líquidas²¹.

En el último año el sector corporativo privado aumentó su nivel de financiación interna a la firma a través de incrementos en el patrimonio (principalmente debido a reinversión de utilidades), y redujo drásticamente el endeudamiento externo a la firma, especialmente el financiero. Esta reestructuración del balance hacia un esquema menos apalancado se reflejó en la menor participación del pasivo en el activo, la cual en marzo de 2003 era de 39% y en marzo de 2004 fue de 34% (Gráfico 15). De modo más pronunciado se observó también la caída del indicador de endeudamiento financiero que en el último año pasó de 20% a 14%. El Cuadro 9 muestra cómo las obligaciones financieras han reducido su importancia en el pasivo en el último año, perdiendo una participación

en el pasivo de casi 10% entre marzo de 2003 e igual mes de 2004. Este comportamiento se observó en ambos sectores de la muestra. Se destaca el incremento en la financiación por medio de bonos y papeles comerciales que se ha dado en los últimos años, especialmente el observado en diciembre de 2003 en el sector de transables, cambio que se debe enteramente al mayor financiamiento por esta vía de una empresa de la rama de bebidas (véase Recuadro 1)²².

²¹ Esta diferencia entre sectores, que se presenta desde marzo de 2002, se debe a la reducción en la duración del activo en el balance de las empresas productoras de bienes transables (por una mayor importancia en el rubro deudores de corto plazo), y a la mayor financiación de largo plazo que presenta el pasivo de este grupo.

²² Con base en las cifras de 112 empresas homogéneas el monto financiado por medio de bonos y papeles comerciales en marzo de 2003 y marzo de 2004 fue de \$2,79 b y \$4,07 b, respectivamente. Sin tener en cuenta a la empresa de la rama bebidas, el monto de bonos y papeles comerciales se reduce en ambos periodos a \$1,55 b.

El indicador de presión financiera se redujo en el último año y sigue conservando niveles bajos en marzo de 2004²³. Esta mejora se dio por la pérdida de importancia de los ingresos y los egresos financieros, y las mejoras en el nivel de ventas en el último año, en un entorno donde se mantienen bajas las tasas de interés y cada vez se observan menores niveles de endeudamiento financiero (Gráfico 16).

3. Expectativas empresariales

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

Nuevamente los agentes revisaron sus pronósticos de crecimiento para 2004 y 2005 gracias al buen comportamiento de la economía a lo largo del año 2003. En la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República durante abril de 2004, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio de la economía de 3,88% para este año y de 4,26% para el año entrante, como se observa en el Gráfico 17. Hace tres meses el crecimiento esperado por los encuestados para 2004 era de 3,46% y hace seis meses de 3,08%.

Gráfico 14
Indicadores de liquidez
(Porcentaje)



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

²³ La presión financiera se define como egresos financieros / (ventas + ingresos financieros). El comportamiento mencionado se observó tanto en el indicador con la rama de comunicaciones como sin ella.

Gráfico 15
Indicador de endeudamiento total y financiero
 (Porcentaje)



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

Las expectativas del sector productivo de la economía han presentado una continua tendencia hacia la mejoría desde septiembre de 2001, con cortos episodios de reversión. Como se observa en el Gráfico 18, de acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo de abril de 2004, las expectativas de situación económica de los empresarios alcanzaron su punto más alto en enero de 2004 y mantienen niveles altos a pesar de haberse reducido en los últimos meses. Este positivo panorama de la industria es consistente con la mejor percepción de la actividad industrial y el mayor nivel de pedidos que la EOE reportó en abril de 2004.

De acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de

Cuadro 9
Composición del pasivo
 (Participación del pasivo)

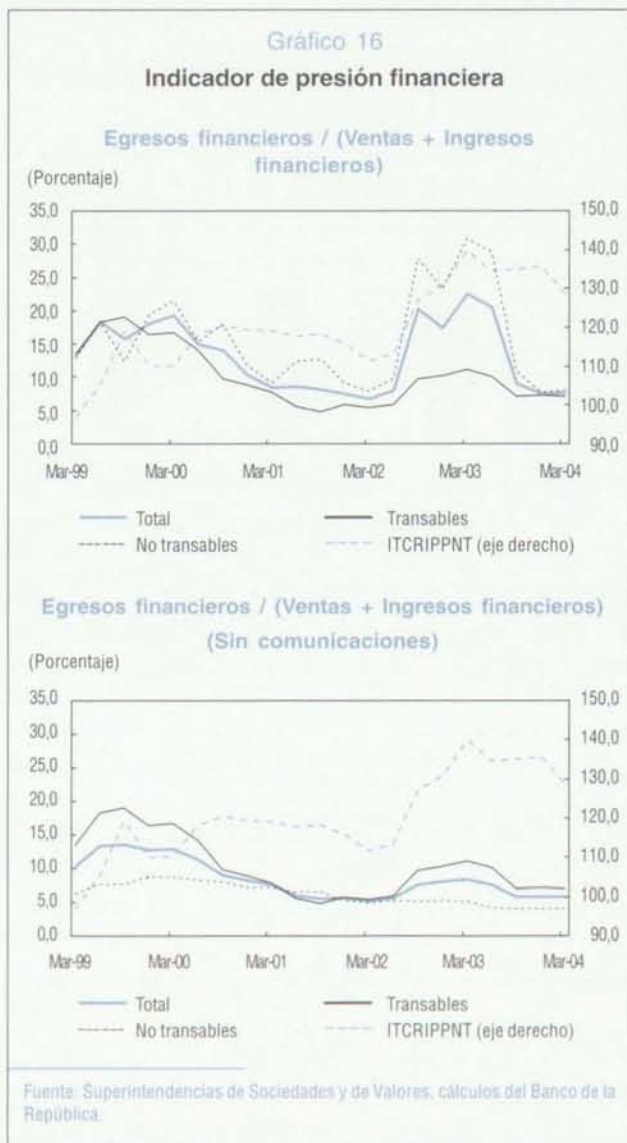
	Total			No transables			Transables		
	Mar-03	Dic-03	Mar-04	Mar-03	Dic-03	Mar-04	Mar-03	Dic-03	Mar-04
Obligaciones financieras	50,6	41,0	39,8	53,6	46,5	43,7	48,1	37,1	37,2
Proveedores	8,7	11,2	10,3	9,7	15,5	14,3	7,8	8,1	7,6
Cuentas por pagar	13,0	11,2	14,0	12,0	11,9	15,4	13,8	10,6	13,1
Bonos y papeles comerciales	13,4	20,6	19,7	12,4	13,8	13,3	14,3	25,5	24,0
Otros (*)	14,3	16,0	16,2	12,3	12,2	13,4	15,9	18,7	18,0

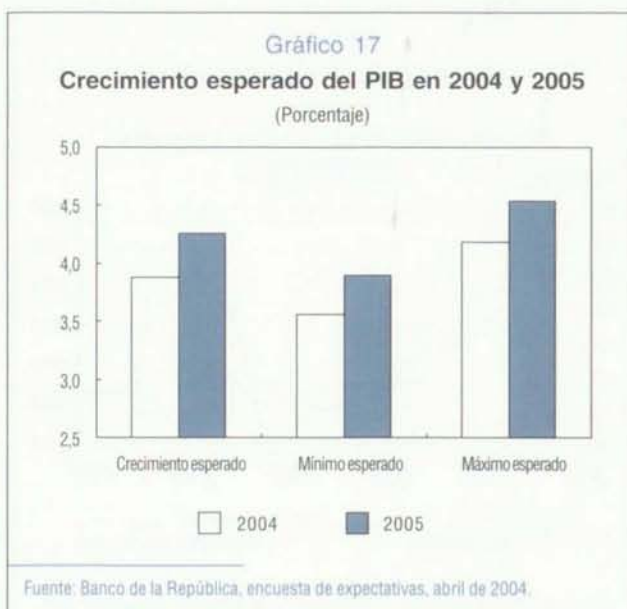
(*) Incluye obligaciones laborales, pasivos estimados y provisiones, diferidos, impuestos y otros pasivos.

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

la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de marzo de 2004, la industria conserva buenas condiciones que harán del 2004 un buen año para la economía. El favorable comportamiento de la industria se observó en el crecimiento en la producción, las ventas, el mayor nivel de pedidos, el buen clima para los negocios y la mayor utilización de la capacidad instalada. Debido al comportamiento reciente de la actividad manufacturera y a las mejores expectativas de los empresarios, se espera que aumenten las decisiones de invertir en lo que queda del año. Es así como el 58% de los encuestados tiene previsto adelantar proyectos de inversión en sus empresas durante 2004, orientado principalmente a la modernización tecnológica, a la reposición de equipos y al ensanche de planta. Se planea financiar 52% de estos proyectos con recursos propios, el 31% con deuda interna y el 10% con deuda externa, lo que es consistente con el fortalecimiento patrimonial que han mostrado en los últimos años las empresas del sector corporativo privado y el menor uso del endeudamiento financiero para adquirir recursos.

Aun cuando se mantienen y se espera en el corto plazo que se mantengan las condiciones favorables económicas y no parecen existir señales de desaceleración de actividad económica, no hay una tendencia clara sobre la demanda de recursos del sistema financiero. A pesar del favorable desempeño en producción y ventas, la decisión de financiar proyectos por medio de recursos internos (dada la recomposición de los balances hacia el patrimonio) o bonos podría desacelerar el crecimiento de la cartera comercial.





En cuanto a la liquidez y la disponibilidad de esos recursos, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República de abril de 2004 muestran una percepción históricamente alta de ambas variables. Después de una reversión ocurrida en el segundo semestre del año 2003, nuevamente la percepción actual acerca de la disponibilidad de crédito y liquidez muestra una tendencia positiva, en donde el 83% y el 79% de los encuestados perciben altos niveles de disponibilidad de crédito y liquidez, respectivamente. El 89% de los encuestados por el Banco de la República espera que la liquidez en el próximo semestre sea igual o superior a la actual, mientras que para la disponibilidad de crédito el porcentaje es de 90% (Gráfico 19).

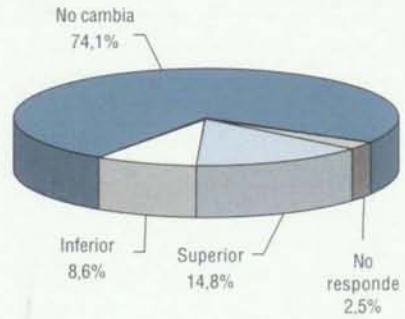
Otros factores que afectan las decisiones de inversión y financiación de los empresarios son la tasa de interés y la tasa de cambio. La DTF ha seguido presentado niveles históricamente bajos y a marzo

de 2004 registró valores menores que los esperados por los encuestados en el trimestre anterior (Gráfico 20). En abril de 2003, los encuestados por el Banco de la República esperaban que la DTF aumentara levemente, manteniendo niveles cercanos al 8,01% en marzo de 2005. Con respecto a la tasa de cambio, el año 2004 se ha caracterizado por la tendencia hacia la apreciación que ya se había observado a finales de 2003. La devaluación nominal esperada entre marzo de 2004 y 2005 es de 6,3%, el nivel inferior esperado 4,9% y el nivel superior esperado 7,6%.

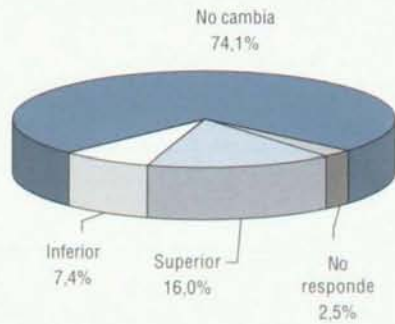
Gráfico 19



Evolución de la liquidez en los próximos seis meses



Evolución de la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses



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

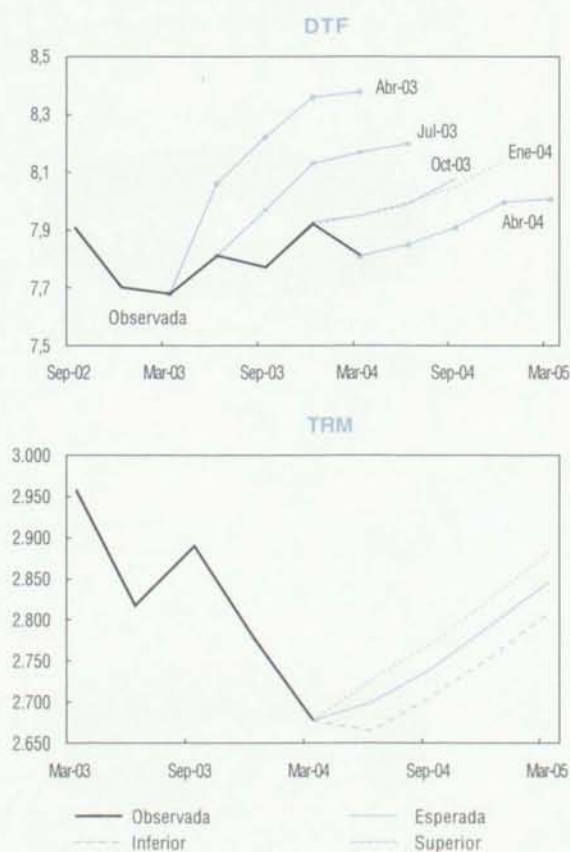
B. Hogares

1. Montos y exposición general

La exposición del sistema financiero con respecto a los hogares se aproxima como la suma de la cartera hipotecaria y la cartera de consumo. También se incluyen las titularizaciones que están en el balance de los intermediarios financieros. Para abril de 2004, el monto expuesto ascendía a \$21,5 b.

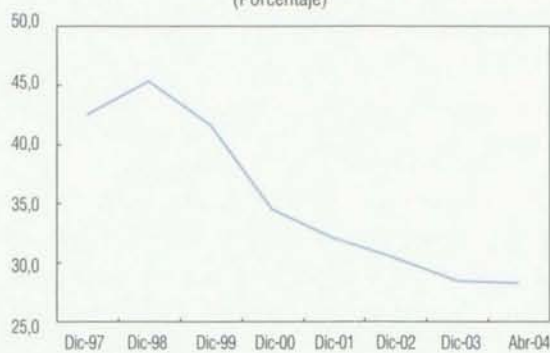
La participación de la deuda de los hogares en el total del monto expuesto del sistema financiero alcanzó sus niveles más bajos desde la crisis de 1998,

Gráfico 20
DTF y TRM observada y esperada
(Porcentaje)



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

Gráfico 21
Participación de la deuda de los hogares
en el monto expuesto total
(Porcentaje)



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

durante los primeros cuatro meses de 2004, estabilizándose alrededor de 28% entre febrero y abril de 2004. Este nivel es inferior en casi 2 pp a la participación mostrada en el mismo período de 2003 (Gráfico 21).

Para el año comprendido entre abril de 2003 y abril de 2004, la deuda de los hogares presentó un crecimiento real del 2%. Este comportamiento se debe principalmente al buen desempeño de la cartera de consumo, que registró tasas de crecimiento superiores al 20% real para el período reseñado (Cuadro 10). Por el contrario, el monto expuesto por concepto de cartera hipotecaria, se contrajo 17% (12% si se tienen en cuenta los títulos hipotecarios en poder de las entidades de crédito). Este proceso conlleva una recomposición de la deuda de los hogares en favor de la cartera de consumo, que para abril de 2004, representa la mitad de la exposición.

La mayor exposición al sector de hogares lo registran los BECH con un 58% de su monto expuesto representado por créditos hipotecarios y de consumo, y titularizaciones. Este indicador está muy por encima de lo registrado por bancos comerciales y CFC (18% y 41%, respectivamente). Sin embargo, es interesan-

Cuadro 10
Descomposición de la deuda de los hogares

Tipo	Abril de 2003		Abril de 2004		Crecimiento real %
	Billones de pesos (*)	Porcentaje	Billones de pesos (*)	Porcentaje	
Hipotecaria	11,4	54,5	9,6	44,6	(16,5)
Consumo	8,8	41,8	10,6	49,6	20,8
Tarjeta de crédito	2,0	9,6	2,3	10,8	14,0
Otro	6,8	32,2	8,3	38,8	22,9
Títulos hipotecarios	0,8	3,7	1,2	5,8	60,7
Total	21,0	100,0	21,4	100,0	2,0

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

te resaltar que esta participación en el caso de los BECH, parece haberse establecido alrededor de estos valores desde finales de 2003. Parte de la explicación de este comportamiento es la dinámica que mostró la cartera de consumo de este tipo de entidades durante 2003 y los primeros meses de 2004 (niveles de crecimiento por encima del 25% real anual para todo este período). La estabilización de la participación de la deuda de los hogares en el monto expuesto total que se reseña para los BECH, se evidencia también para los bancos comerciales y las CFC, y refleja la compensación del crecimiento de la cartera de consumo con el crecimiento de otros tipos de cartera, en particular de la comercial y de las inversiones en títulos del Gobierno (Gráfico 22).

Al analizar la exposición total del sistema por tipo de acreedor, se observa una caída de la participación de los BECH en el total de la exposición a la deuda de los hogares. Entre abril de 2003 e igual mes de 2004, esta participación descende 6% hasta ubicarse en 51,7% en el último mes referido (el descenso es de casi 10% si se compara con la de abril de 2002). Los bancos, por el contrario, han incrementado consistentemente

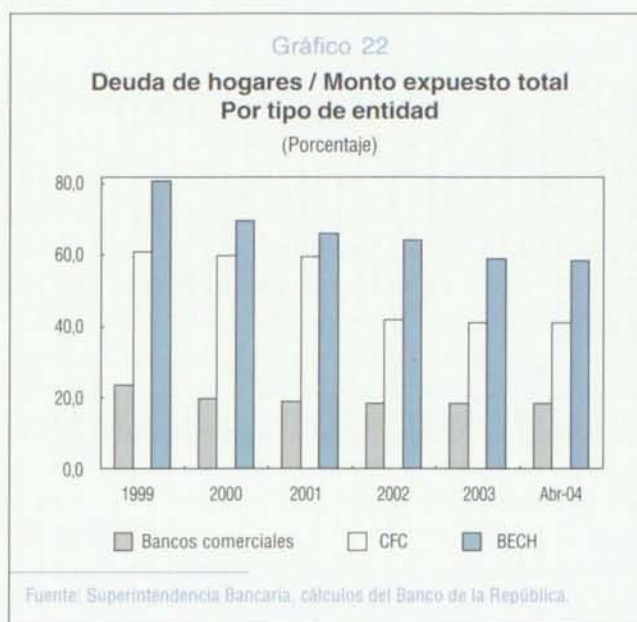
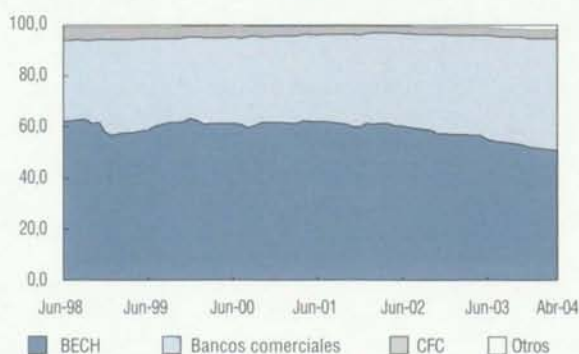


Gráfico 23

Participación de cada sector en el total de cartera a hogares
(Porcentaje)



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

hogares hacia la cartera de consumo (Gráfico 23).

La calidad de la cartera de los hogares mejora levemente. La participación de las carteras A y B en el total de la misma alcanza el 87%, mejorando casi 2% durante los últimos dos meses. Como contraparte, las carteras D y E pierden participación al alcanzar el 11% del total. Por tipo de entidad, se continúa presentando un contraste evidente entre los BECH y los demás intermediarios. Mientras para los bancos comerciales, las CFC y las cooperativas, la cartera de mejor calidad (A y B) representa cerca del 95% del total, para los BECH, estas clasificaciones no alcanzan el 80%. Sin embargo, su cartera también ha mejorado los indicadores de calidad (Gráfico 24).

Si se discriminan los establecimientos de crédito por tipo de capital, se encuentra que los de capital extranjero tienen una mayor participación de las carteras A y B en el total de la cartera a los hogares (casi 10 puntos por encima de la participación registrada por las entidades nacionales). Esto se explica por la baja participación que tiene la cartera hipotecaria en la de las entidades extranjeras, que no incluyen ningún BECH (12% frente a más de 50% de los intermediarios con capital nacional). Por naturaleza, la calidad de la cartera de hogares muestra también diferencias entre los intermediarios públicos y los privados. Los primeros tienen una participación menor de las carteras A y B en el total, registrando un 78% en abril de 2004, 10% menos que los establecimientos de crédito privados. Sin embargo, en este caso, no se han observado mejoras importantes en la calidad de la cartera, y el indicador se mantiene en niveles parecidos a los de abril de 2003²⁴. La titularización de una parte de la

²⁴ Hay que aclarar que, en noviembre de 2003 la calidad de la cartera de las entidades públicas baja por la titularización de cartera de buena calidad realizada por Bancafé y Granahorrar en noviembre de 2003 (\$240.000 m).

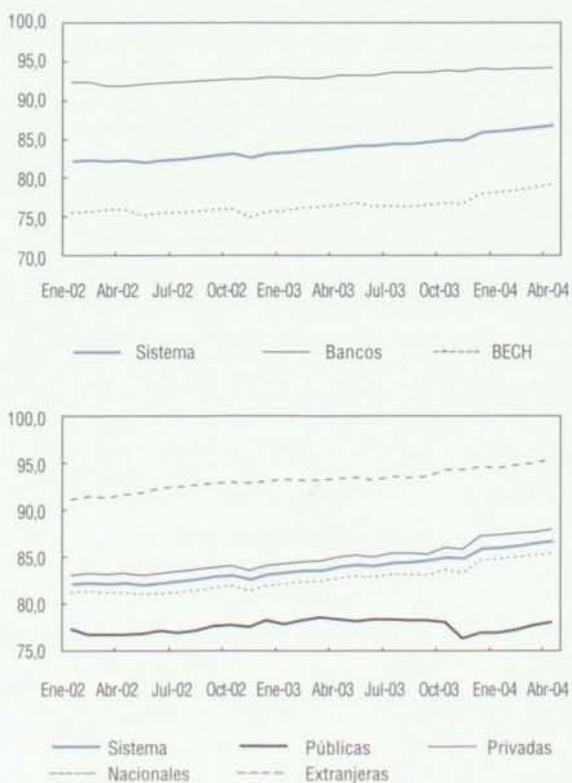
cartera de calidad baja de los BECH en junio de 2004 puede fortalecer esta tendencia de mejoramiento en la calidad de la cartera de los hogares.

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 este tipo de deudores. Además, se revisará el desempeño de los precios del acervo de activos que poseen, en particular el de la vivienda.

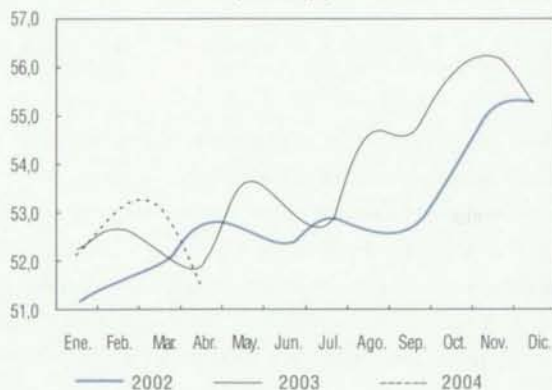
Desde agosto de 2003, la tasa de ocupación de 13 ciudades se había mantenido en los máximos históricos para cada mes desde que se inició la medición de la encuesta continua de hogares. En marzo de 2004, alcanzó el 53,1%, casi un punto por encima del nivel de ocupación registrado en el mismo mes del año anterior (Gráfico 25). Sin embargo, en el mes de abril, esta tendencia se invirtió, y el indicador mostró una caída dis-

Gráfico 24
Participación de las carteras tipos A y B sobre el total de cartera a los hogares (Porcentaje)

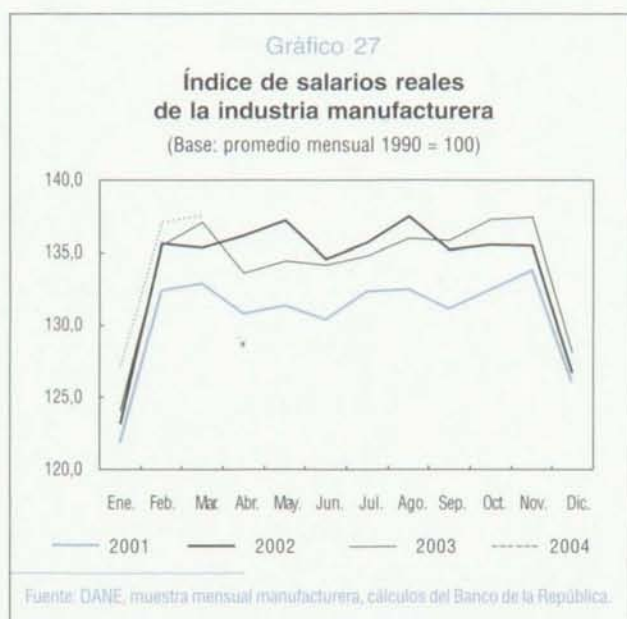
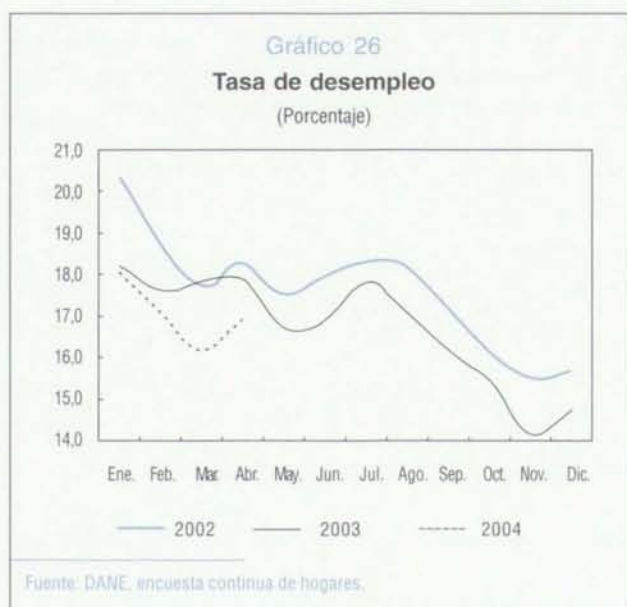


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Tasa de empleo (Porcentaje)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares.



minución que lo llevó a los mismos niveles de abril del año 2000 (51,5%). Sin embargo, el número de personas ocupadas se mantuvo por encima del nivel registrado en abril de 2003.

La tasa de desempleo ha mejorado consistentemente desde 2003 alcanzando 16,9% en abril de 2004, nivel 1% inferior al registrado en abril de 2003, una reducción equivalente a 80.000 desempleados menos. Es importante reseñar que la reducción en la tasa de desempleo mostrada a lo largo de 2004 se da aun cuando la población económicamente activa está cayendo en el mismo período (bajó 185.000 entre enero y abril) (Gráfico 26). Desde la perspectiva del mercado laboral, la capacidad de pago de los hogares parece estar mejorando. Sin embargo, hay que ser cautelosos porque indicadores como la tasa de ocupación de abril pueden señalar que la tendencia se está revertiendo.

Para completar el análisis sobre los ingresos de los hogares, es necesario estudiar el comportamiento de los salarios que perciben. Desde septiembre de 2003, el índice de salarios reales de la industria manufacturera ha mostrado niveles de crecimiento positivos (comparación anual). En promedio, los valores de este índice se ubicaron 1,2% por encima de los que habían exhibido durante el mismo período un año atrás. Estos valores corresponden también a los máximos históricos para esos meses desde que se empezó a calcular el índice en 1990 (Gráfico 27).

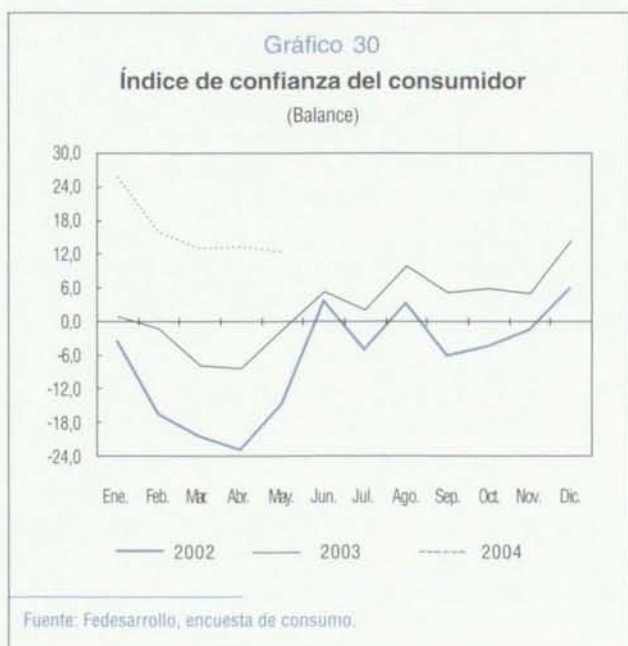
Una lectura similar del desempeño de los ingresos salariales se obtiene del índice de ingreso laboral promedio que construye el Departamento Nacional

de Planeación (DNP) con base en la información de la encuesta continua de hogares. Aunque durante los tres primeros trimestres de 2003, se muestra una leve caída frente a los niveles de salarios reales observados en 2002, en el último trimestre se registra un aumento importante (6%) frente al año anterior (Gráfico 28).

La capacidad de pago de los hogares parece haberse incrementado de manera importante tanto por la reducción del desempleo como por una mejora significativa de los ingresos laborales. Los precios de la vivienda también han exhibido un comportamiento positivo (Gráfico 29). En el caso del índice de precios de la vivienda nueva de Bogotá, se puede ver una desaceleración del crecimiento frente a lo registrado en los primeros meses de 2003 (1,4% crecimiento promedio mensual en 2004 frente a 3,6% de crecimiento promedio mensual en los primeros cinco meses de 2003), totalizando un incremento de 9% entre mayo de 2003 y abril de 2004. En el caso de Medellín, se observa de nuevo una tendencia creciente (1,1% de crecimiento mensual desde octubre de 2003), que alcanzó en marzo de 2004 un valor superior en 8% al mínimo registrado en mayo de 2003. Este crecimiento, sin embargo, no ha llevado los precios de la vivienda a los niveles revelados en el auge de principios de la década de los noventa²⁵.



²⁵ Véase Recuadro 2.



3. Perspectivas

La confianza de los consumidores, medida a través del índice construido por Fedesarrollo, continúa mostrando avances frente a los resultados obtenidos en 2002 y principios de 2003. Durante los cuatro primeros meses de 2004, este indicador se ha ubicado entre 20 y 25 puntos por encima de lo registrado el año anterior. Dado que este indicador es un promedio de los balances²⁶ de cinco preguntas de encuesta de consumo, este avance quiere decir que entre un 20% y un 25% de los encuestados cambiaron su percepción de la situación económica favorablemente (Gráfico 30).

Un comportamiento similar se observa en los casos particulares de compra de vivienda y compra de bienes durables. El indicador de percepción de 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), ha mostrado una tendencia ascendente clara, que

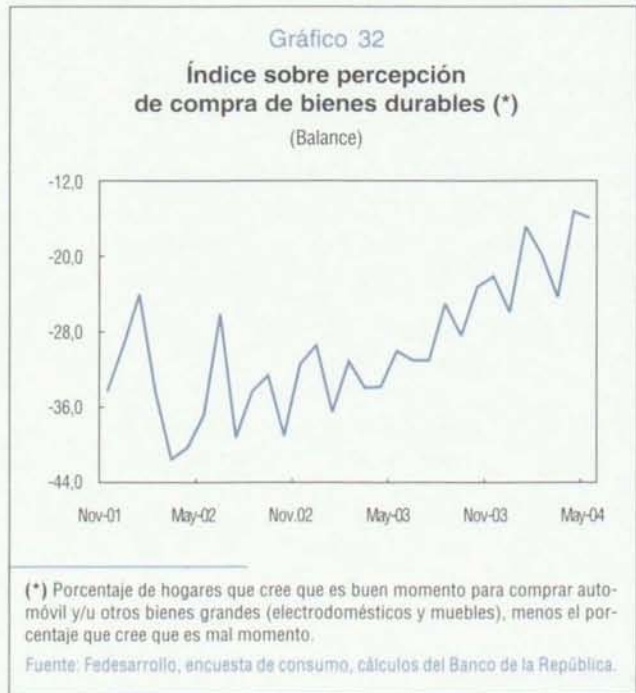
alcanza en los cuatro primeros meses de 2004 los valores más altos desde que se inició la encuesta en noviembre de 2001 (Gráfico 31). El indicador aumentó 17 pp entre abril de 2003 e igual mes de 2004. Esta tendencia se mantiene aun cuando los precios de la vivienda estén aumentando.

²⁶ Porcentaje de personas que piensa que la situación es buena menos el porcentaje de personas que cree que la situación es mala.

Para el caso de los bienes durables (electrodomésticos, muebles y automóviles), se observa también una tendencia creciente. En abril de 2004, el indicador se encontraba 18 puntos por encima del registrado en el mismo mes de 2003. Al descomponer el indicador en sus dos componentes (automóviles y otros bienes durables) se evidencia que el mayor avance se registra en la percepción sobre la compra de muebles y otros bienes grandes, la cual aumentó 22 puntos en el período reseñado (Gráfico 32).

Esta evolución positiva de los indicadores de confianza del consumidor y de la percepción de compra de vivienda y otros bienes durables, plantea un escenario favorable para el crecimiento de los dos principales componentes de la deuda de los hogares con el sistema financiero: la cartera de consumo y la cartera hipotecaria. Sin embargo, es conveniente tener en cuenta que si bien el crecimiento de la cartera de consumo parece ser consistente con lo observado en el indicador de percepción de compra de bienes durables, la caída de la cartera hipotecaria no se ha detenido a pesar de encontrarse el índice de percepción de compra de vivienda en sus valores históricos más altos.

Las perspectivas de crecimiento de la cartera de consumo también pueden verse positivamente afectadas por los beneficios tributarios aprobados para las compras con tarjetas de crédito (devolución de dos puntos del IVA de los bienes y servicios adquiridos), y por el buen comportamiento de la demanda interna.





Las perspectivas de crecimiento de la cartera hipotecaria son menos claras en tanto el aumento en la actividad de construcción de vivienda no parece haber afectado significativamente los desembolsos de crédito para vivienda. Aún cuando el valor desembolsado para compra de vivienda nueva señaló tasas reales positivas de crecimiento durante 2002 y 2003, para el primer trimestre de 2004 registra un decrecimiento de 5,9% frente al mismo trimestre del año anterior. Este comportamiento se contrapone al crecimiento continuado del área aprobada para construcción de vivienda, que alcanza en 2003 un nivel similar al registrado en 1995. Los desembolsos, por el contrario, se mantienen en los niveles mostrados desde el período de la crisis. Un comportamiento similar muestran los desembolsos para compra de vivienda usada, que han mostrado caídas cercanas al 20% real desde 2003²⁷ (gráficos 33, 34 y 35).

La persistente baja de la cartera hipotecaria, no sólo en

términos del *stock* sino también de los desembolsos para compra de vivienda, durante un período de alto crecimiento de la actividad edificadora, plantea interrogantes sobre las fuentes de financiación a las que están recurriendo los hogares. Estas tendencias confirman la hipótesis según la cual, los hoga-

²⁷ Frente a los desembolsos realizados en los mismos trimestres del año anterior.

res están financiando la compra de vivienda con recursos propios. Los flujos de capital provenientes del extranjero, los acervos de ahorro acumulados en los fondos de pensiones voluntarias y los préstamos de fondos de ahorro y otras entidades no supervisadas por la Superintendencia Bancaria, son algunas de las posibles fuentes alternativas de recursos para los hogares.

RECUADRO 2

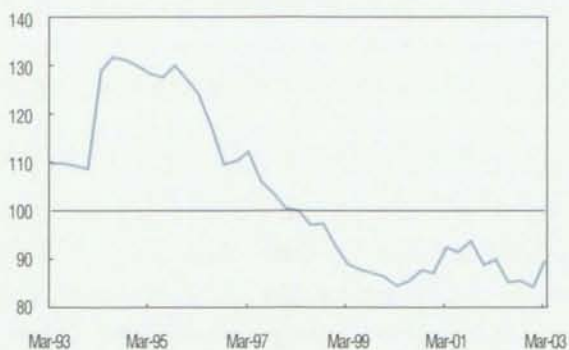
BURBUJA EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

En este recuadro se efectúa una breve revisión sobre la evidencia de burbujas especulativas en los precios de los activos en Colombia. En particular, se analizan el mercado hipotecario y el de valores.

Para el mercado de vivienda, se construye un índice de precios sobre retorno (*price-to-equity*) de activos hipotecarios. Esta metodología compara un índice de precios contra un índice de los retornos que ofrece, razón que posteriormente se contrasta contra su valor de largo plazo, con el fin de medir el exceso o defecto de valoración que evidencia el mercado en cuestión. Por su parte, para el mercado de valores, se analiza el índice de la Bolsa de Colombia.

Para buscar evidencia de burbujas en el mercado hipotecario, se construye la razón entre el índice de precios de vivienda nueva del DNP sobre el índice de arrendados del Banco de la República, y se grafican sus desviaciones de un promedio de largo plazo (1990-2003). Como se observa en el Gráfico 1 R2, el valor del indicador se encuentra cercano al 90% del valor de largo plazo en el mes de mayo de 2004, luego de haber experimentado sobrevaloraciones cercanas al 30% en 1994 a 1995.

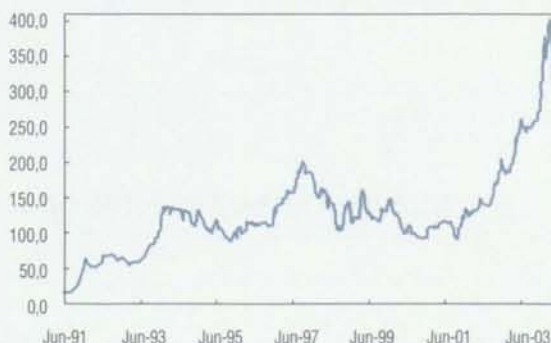
Gráfico 1 R2
Razón de precios de vivienda
a arrendamientos
(Promedio, 1990-2003 = 100)



Fuente: DNP y Banco de la República

Si bien el gráfico sugiere que no existe una burbuja hipotecaria en este momento, el resultado debe tomarse con cautela, debido a que tanto el numerador como el denominador de la razón toman información agregada. Si se tuviera una medición por estratos, los resultados podrían sugerir lo contrario, al menos en los altos, donde se concentra la mayor actividad de construcción que se observa en la actualidad.

Gráfico 2 R2
Índice de bolsa (IBB-IGBC)
 (Base, mayo 1995 = 100)



Nota: Empalme del índice de la Bolsa de Bogotá con el índice de la Bolsa de Colombia.

Fuente: Bolsa de Colombia.

Por otra parte, el mercado bursátil ha venido experimentando un crecimiento sin precedentes desde mediados de 2003. El Gráfico 2 R2 señala el índice de la Bolsa de Colombia, partiendo de enero de 1991. Se observa una escalada del índice desde comienzos de 2003, con una leve caída en la primera semana de mayo de 2004.

Nuevamente, el gráfico debe ser analizado con cautela. Al igual que para el caso hipotecario, el índice de la bolsa debe ser contrastado con alguna medida de los retornos que ofrecen las acciones. Sin embargo, no se dispone de la información necesaria para construir una serie suficientemente larga que permita encontrar el valor de largo plazo de un índice de retornos de las acciones. Por otro lado, el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) se construye únicamente a partir de las 25 acciones más transadas en el mercado.

En síntesis, se puede decir que el mercado bursátil presenta síntomas de valoración excesiva. Esto se puede estar 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.

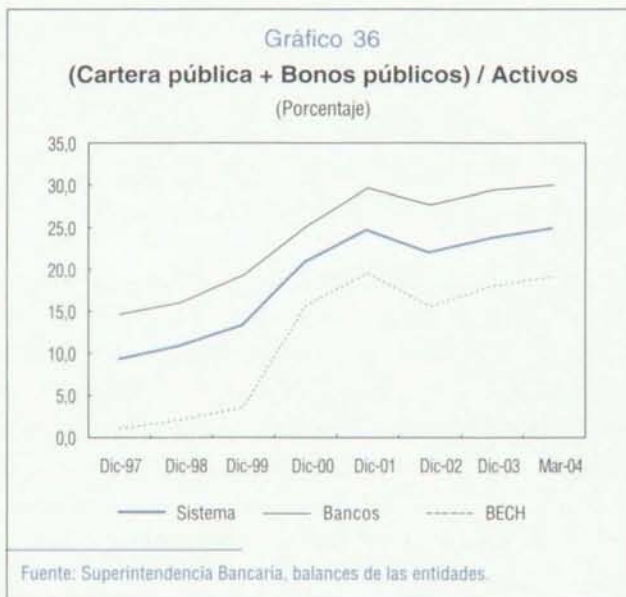
C. Sector público no financiero

1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública²⁸

a. Evolución de la exposición

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

En marzo de 2004, la deuda del SPNF con el sistema financiero correspondió al 33,1% del monto total expuesto, equivalente a \$25 b de esta fecha. Por su parte, la exposición del sistema financiero al sector público se incrementó considerablemente. En aquella fecha el indicador fue de 25% (Gráfico 36). Hay que resaltar que este incremento se explica 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 moderadamente²⁹. Si bien este incremento de los bonos obedeció tanto a un incremento por valoración como a una mayor adquisición de títulos, esta última explica la mayor parte del incremento en la exposición de bonos³⁰.



²⁸ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superintendencia Bancaria, y corresponden a la cartera bruta y los títulos públicos que se presentan en los balances de las entidades financieras. Incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario. No se incluyen las IOE.

²⁹ En marzo de 2004, los títulos públicos crecieron 30,2% real anual, mientras la cartera decreció 12,5% real anual y los activos lo hicieron 4,2% real anual. Mientras los bonos públicos corresponden al 20,3%, la cartera pertenece al 4,7% de los activos totales del sistema, que en marzo de 2004 ascendieron a \$100 b.

³⁰ Esto se puede observar en los valores faciales de los títulos TES B en manos del sistema financiero, que crecieron 46,7% nominal anual en marzo de 2004.

b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al centrar el análisis en la evolución de la exposición por tipo de entidad, encontramos que los bancos comerciales continúan exhibiendo la mayor exposición directa ante la deuda pública, dado que el indicador se ubica en marzo de 2004 en 30%, porcentaje significativamente superior al del resto de entidades financieras. Por otro lado, las BECH presentan un incremento en la exposición ante la deuda pública más rápido que el sistema al registrar 19,2%³¹.

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 marzo de 2004. En la misma fecha, los BECH aumentaron marginalmente su participación en la deuda total al registrar 17,3%. Por último, el resto de entidades financieras aumentó levemente su participación al poseer el 5,7% del total de la deuda pública en marzo de 2004.

En esta 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 81,4%, mientras el restante 18,6% corresponde a la cartera³². De todas las entidades del sistema, las más concentradas en bonos públicos son los BECH, que exhiben en marzo de 2004 una participación de 93,3%. Para los bancos comerciales, los bonos representan una parte considerable de la deuda pública en sus balances con 80,35%.

2. Deuda agregada del SPNF

La deuda bruta del SPNF como porcentaje del PIB creció aceleradamente entre 1996 y 2002, sin embargo, en 2003 la relación rompió su tendencia de crecimiento y se estabilizó alrededor del 60% del PIB. En marzo de 2004, esta relación se redujo a 59,4%, como consecuencia de la dinámica de la tasa de cambio y el crecimiento de la economía. Lo anterior se debe a que la deuda del SPNF mostró un decremento de 1,7% real anual explicado, en gran parte, por la revaluación y por el crecimiento que registró el PIB en 2003 y en el primer trimestre de 2004 (Cuadro 11).

Hay que resaltar que, fruto del efecto precio de la tasa de cambio, la composición entre deuda interna y deuda externa dejó de presentar el comportamiento equilibrado que se venía dando en años anteriores. Ello se refleja en la disminución de la participación de la deuda externa en pesos en el total de la deuda, que representa el 46,4% del total, en tanto que la interna representa el 53,6%.

³¹ El sistema aumentó esta relación en 14,5% anual, en tanto que las BECH incrementaron este indicador en 21% anual.

³² En este caso la cartera incluye el acuerdo de pago de la Nación con el Banco Agrario.

Cuadro 11
Deuda bruta del sector público no financiero (SPNF) 1/

	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB) 2/			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal) 3/		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8	-	-	-
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,3	50,7	27,7	7,6	16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,4	48,6	48,1	36,2	42,1
Dic-98	23.946,4	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,2	50,8	27,5	38,8	33,0
Dic-99	30.604,3	32.879,2	63.483,6	20,2	21,7	41,9	48,0	52,0	27,8	34,5	31,2
Dic-00	42.132,9	41.965,2	84.098,2	24,1	24,0	48,1	50,1	50,0	37,7	27,6	32,5
Dic-01	50.628,6	50.801,8	101.430,4	26,9	27,0	54,0	49,9	50,2	20,2	21,1	20,6
Dic-02	62.902,1	61.967,6	124.869,7	31,0	30,5	61,5	50,4	49,6	24,2	22,0	23,1
Mar-03	64.121,3	65.716,9	129.838,3	30,7	31,4	62,1	49,4	50,6	0,0	0,0	0,0
Dic-03	70.503,3	65.883,0	136.386,3	31,6	29,5	61,1	51,7	48,3	12,1	6,3	9,2
Mar-04	72.632,0	62.899,7	135.531,7	31,8	27,6	59,4	53,6	46,4	13,3	(4,3)	4,4

1/ No incluye IFI.

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

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

Fuente: Banco de la República, SGEE

3. Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC)

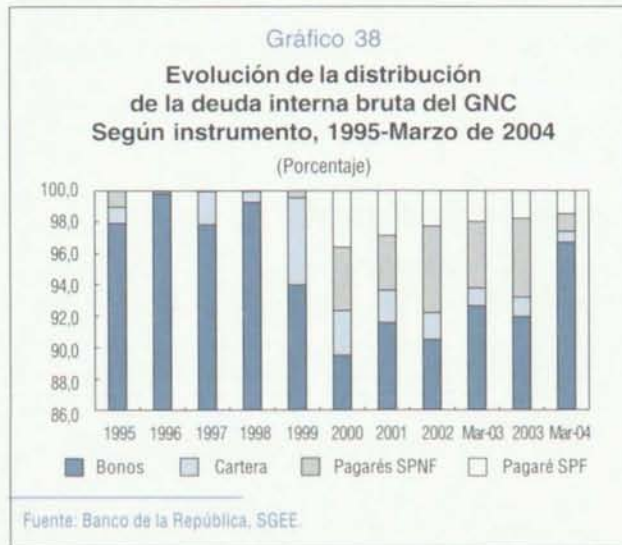
En el primer trimestre de 2004, el endeudamiento del GNC creció marginalmente, hecho principalmente explicado por la reducción de la deuda externa producto de la revaluación. La deuda interna del GNC representó el 88% del total de la deuda pública interna, mientras que la deuda externa representó el 88 % de la deuda externa total³³.

a. Deuda interna del GNC

Si bien el GNC ha moderado el crecimiento de su endeudamiento, este continúa siendo alto. En marzo de 2004, la deuda interna del GNC creció 7,7% real anual, lo cual es inferior al crecimiento real anualizado promedio³⁴ de 22% registrado entre 1995 y 2003.

³³ En marzo de 2003 la deuda interna del GNC representaba el 87% del total de la interna, mientras que su externa lo hacía en el 85% de la deuda total externa del SPNF.

³⁴ El cálculo del crecimiento anualizado promedio de una variable X se realiza de la siguiente forma. Tomemos las realizaciones de la variable X en dos momentos del tiempo, por ejemplo, t y $t+k$. Si tenemos las realizaciones de la variable para todo período entre t y $t+k$, podemos comprobar que la siguiente ecuación se cumple: $\left[\frac{X_{t+k}}{X_t}\right] = (1+g_{t+1})(1+g_{t+2})\dots(1+g_{t+k})$, donde g_i es la tasa de crecimiento de X en el año i . 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 $t+k$.



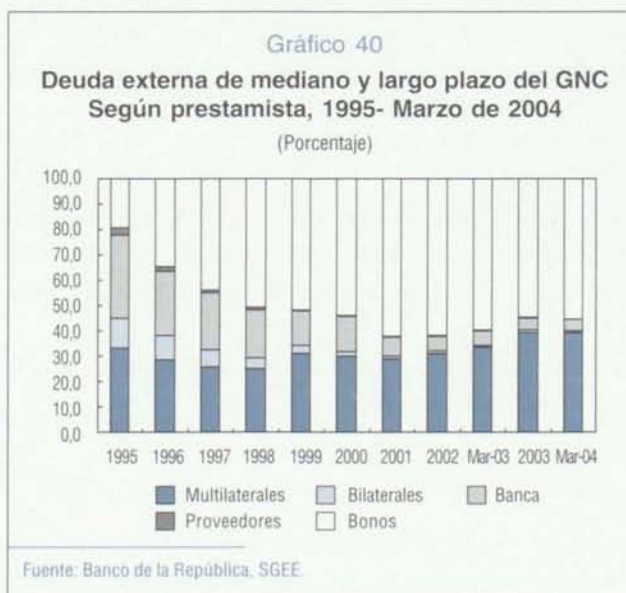
El instrumento privilegiado de la deuda interna del GNC sigue siendo la colocación de bonos, la cual representa el 96,7% del total, mientras que los pagarés comprenden el 2,6% y la cartera con el sistema financiero el 0,7% restante (Gráfico 37). En años anteriores el comportamiento de los bonos como instrumento de deuda ha sido similar al ya descrito, ha representado la mayor parte de la deuda interna del GNC, o sea, en promedio, por encima del 90%. De donde el aumento porcentual de cinco puntos en la participación de los bonos se produjo en el primer trimestre de 2004 (Gráfico 38).

b. Deuda externa del Gobierno Nacional Central

En marzo de 2004, el endeudamiento externo del Gobierno, por plazos y valorado en pesos, decreció 7% real anual. Lo anterior indica un cambio en la dinámica de la deuda externa del GNC si lo comparamos con el crecimiento promedio real anual de 18% entre 1995 y 2003. Hay que resaltar que este cambio corresponde principalmente al efecto precio producto de la revaluación, dado que la deuda externa en dólares del GNC aumentó 9,2% (Gráfico 39).

Por otra parte, la pérdida gradual de importancia de los bonos como instrumento de deuda pública externa, que se mencionó en los reportes anteriores, continuó durante el primer trimestre del presente año. En marzo de 2004, con respecto al mismo período 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 multilaterales³⁵, dado que la participación de la banca comercial, de los organismos bilaterales y de los proveedores se ha mantenido relativamente estable en los últimos años (Gráfico 40).

Como se observa en el Cuadro 12, el GNC contrató préstamos en moneda extranjera en el primer trimestre de



Cuadro 12
Condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados

Período	Monto contratado (Millones de US\$)	Período promedio		Tasa promedio de interés (% nominal)
		De gracia (años)	Amortización (años)	
1991	2.507	6,0	12,8	7,5
1992	847	4,2	14,7	7,8
1993	1.526	3,4	12,2	6,9
1994	1.715	4,0	10,9	7,3
1995	1.715	2,7	9,1	6,8
1996	3.489	1,5	8,5	7,8
1997	2.331	1,3	10,6	8,0
1998	3.104	1,2	7,1	8,2
1999	3.861	2,4	8,9	10,0
2000	3.192	1,1	9,5	11,8
2001	6.441	2,1	9,4	9,5
2002	2.042	1,5	7,8	7,8
2003	4.629	3,5	8,3	5,9
Mar-04	880	1,6	18,5	7,3

Fuente: Banco de la República, SGEE.

³⁵ En marzo de 2003 los títulos de deuda pública representaban el 59,8% mientras que la deuda con multilaterales reflejaba el 33,6%. En marzo de 2004, los bonos exhibían el 55% del total de la deuda y el endeudamiento con multilaterales el 39%.

2004 por un monto de US\$880 millones (m). Con respecto a las condiciones financieras de estos nuevos préstamos, mientras que el período promedio de gracia se redujo a menos de la mitad, la amortización promedio se incrementó a más del doble y la tasa promedio de interés aumentó 140 puntos básicos (pb). Lo anterior se explica por la colocación de bonos en dólares adquiridos por inversionistas en el exterior por un monto de US\$500 m, con un plazo de 20 años, un período de gracia de 0,5 años y una tasa nominal de 8,1%. El resto de préstamos corresponde a endeudamiento con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y en menor grado con la banca comercial.

El indicador de riesgo-país (Emerging Markets Bond Index, EMBI), el *spread* de la deuda de países emergentes, se ha reducido alrededor de 50 pb entre principio de año y marzo de 2004 para el caso de Colombia. Hay que aclarar que esta tendencia se presentó en otras economías emergentes, como resultado de las pocas alternativas de inversión en los Estados Unidos y la abundante liquidez internacional.

c. Relación deuda / ingresos del GNC

La relación deuda / ingresos³⁶ del GNC se redujo marginalmente al registrar en marzo del presente año la cifra de 332% (Cuadro 13). Esta disminución equivale a un decremento anual de 0,2%, correspondiente a un crecimiento real anual de los ingresos de 0,6% y a un aumento real anual de 0,4% de la deuda del GNC. Hay que resaltar que el comportamiento de este indicador se encuentra bastante influenciado por la dinámica de la deuda externa en pesos que se ha reducido gracias a la revaluación³⁷.

4. Deuda territorial

a. Endeudamiento y calidad³⁸

La deuda territorial con las entidades financieras continuó la tendencia decreciente que ha exhibido desde 1997, al registrar \$2,9 b en marzo de 2004³⁹. En

³⁶ 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 correspondiente a ingresos de marzo de 2004 corresponde al dato anualizado. Para realizar este cálculo, se hace lo siguiente:

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

³⁷ Esto se entiende si tenemos en cuenta que en el primer trimestre de 2004, la deuda interna del GNC creció 7,7% real anual, mientras que la deuda externa decreció 7% real anual. Sin embargo, la deuda externa en dólares creció 9% anual.

³⁸ El endeudamiento de los territorios se aproximó como la suma de la deuda de los departamentos y de los municipios circunscritos al departamento. Los datos provienen de las operaciones activas de crédito reportadas ante la Superintendencia Bancaria por las entidades financieras.

³⁹ El cálculo de la deuda territorial solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluyen las empresas municipales y departamentales, ni las entidades

Cuadro 13
Capacidad de pagos 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	45.487,2	20.164,6	225,6
2000	66.157,1	23.196,7	285,2
2001	84.412,5	28.941,8	291,7
2002	106.054,3	31.459,1	337,1
Mar-03	111.457,5	33.494,8	332,8
2003	119.683,5	35.798,3	334,3
Mar-04	118.860,5	35.805,1	332,0

Fuente: Banco de la República, SGEE.

esta fecha, tal disminución representa una importante reducción en términos reales de 15,5% del saldo de la deuda, lo que significó una caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de activos del sistema financiero⁴⁰ (Gráfico 41).

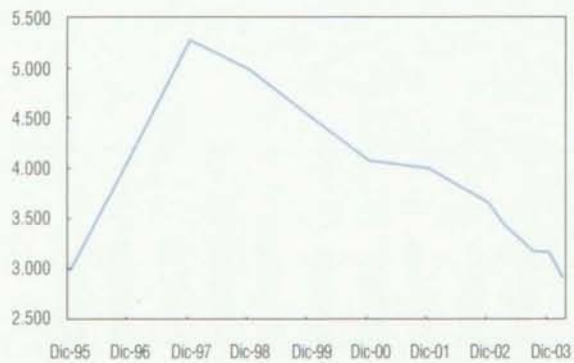
Los bancos comerciales siguen siendo los principales prestamistas de los entes territoriales, representando en marzo de 2004 el 86,1% del total de la deuda (Gráfico 42). El segundo lugar en partici-

pación lo ocupan las corporaciones financieras, al reducirla marginalmente al 7,8% en el primer trimestre de 2004. Finalmente, la menor participación en la deuda la presentan los BECH, quienes la aumentaron levemente a 5,5% del total de la deuda territorial en manos del sistema financiero.

Gráfico 41

Deuda territorial con el sistema financiero

(Miles de millones de pesos de marzo de 2004)



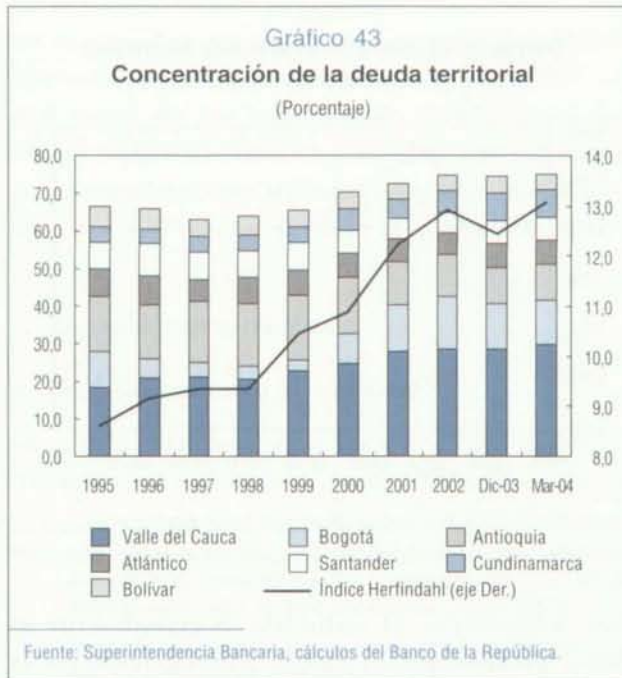
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

municipales y departamentales de seguridad social, entre otros. El endeudamiento solamente hace referencia a la deuda pactada con el sistema financiero doméstico y no incluye la emisión de bonos por parte de los territorios.

⁴⁰ La participación aludida fue de 2,9% en marzo de 2004.



Mientras la concentración de la deuda por acreedor se ha mantenido constante, la concentración por deudor aumentó levemente en marzo de 2004 (Gráfico 43). La concentración⁴¹ de deuda territorial en entidades financieras ha permanecido estable en los últimos años, dado que el índice Herfindahl se estabilizó alrededor del 9%. En 2003, la concentración de la deuda en unos pocos entes territoriales disminuyó. Sin embargo, esta aumentó en el primer trimestre de 2004. Esto se refleja en el aumento del índice de 12,4% en 2003 a 13,1% en marzo del presente año.



Dentro del grupo de los siete entes territoriales más endeudados⁴², sobresalen por su alto nivel Valle del Cauca, Bogotá, Antioquia y Cundinamarca. El Gráfico 44 nos permite observar que el endeudamiento de los tres primeros entes territoriales cayó en marzo de 2004 al registrar niveles de \$866 miles de millones (mm), \$340 mm y \$387 mm, respectivamente; lo anterior se traduce en decrementos reales anuales de 10,3%, 30,6% y

⁴¹ Medida por el índice Herfindahl que trata de capturar en un solo número la concentración en una industria que produce un bien homogéneo. Matemáticamente, este se define como $H = \sum_{i=1}^n p_i^2$, donde p_i es la participación de la firma i en el total de las ventas de la industria. El índice tiende a cero cuando hay infinitas firmas de igual tamaño que proveen al mercado y toma su valor máximo (i. e., $H = 1$) cuando una sola firma acapara todas las ventas del mismo. Por tanto, a medida que el índice aumenta, la concentración de la industria también aumenta.

⁴² Estas incluyen Valle del Cauca, Bogotá, Antioquia, Atlántico, Santander, Cundinamarca y Bolívar.

15,9%. Sin embargo, si a la deuda con el sistema financiero de Bogotá le sumamos su emisión de títulos de deuda pública, este aumentó significativamente su endeudamiento total en 18,1% real anual. Ello significa que el Distrito Capital aumentó su endeudamiento a través de bonos de tal forma que contrarrestó la caída en su deuda con el sistema financiero. Por otra parte, Cundinamarca aumentó su endeudamiento en 2,9% real anual al exhibir un nivel de deuda de \$210 mm en marzo de 2004.

Las siete entidades territoriales más endeudadas con el sistema financiero mantuvieron prácticamente constante su participación en el endeudamiento total de los territorios, exhibiendo una participación en marzo de 2004 de 75,3% (Gráfico 43).

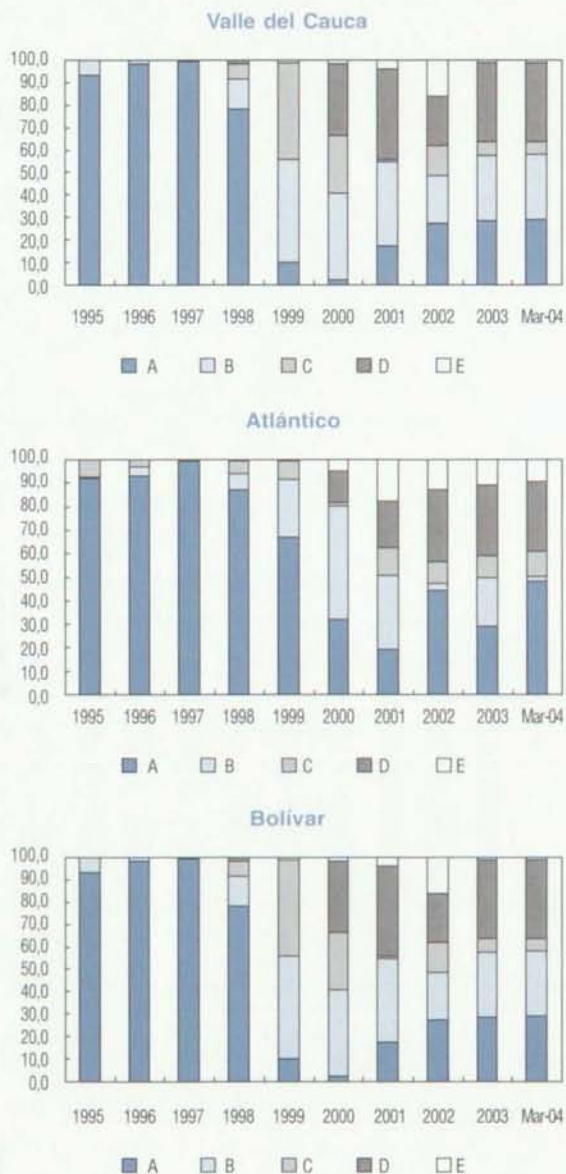
La calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría mencionada en reportes anteriores (Gráfico 45). Esta mejora corresponde principalmente a un leve crecimiento de la cartera de tipo A y a una reducción de la de tipo E⁴³.

Entre los territorios más endeudados con el sistema financiero, Valle del Cauca, Atlántico y Bolívar muestran los peores indicadores de cartera (Gráfico 46).



⁴³ Con respecto a diciembre de 2002, la cartera con calificación A aumentó su participación en un punto porcentual al ser el 54,2% del total de la deuda territorial. Por su parte, la de tipo E bajó 4,4 pp al registrar una participación de 5,9%.

Gráfico 46
**Calidad de la cartera departamental,
 1995-2004 (10 más endeudados)**
 (Porcentaje)



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

Después de la mejora registrada en diciembre de 2003, el Valle del Cauca mantuvo su calidad de cartera igual en marzo de 2004. En esta misma fecha, el Atlántico mejoró su calidad de cartera con respecto a 2003 al disminuir levemente la cartera de tipo E y al aumentar considerablemente la de tipo A⁴⁴. Por último, la calidad de cartera de Bolívar empeoró, dado que la de tipo A disminuyó en tanto que la suma de las de tipo A, B y C aumentó⁴⁵.

IV. SISTEMA FINANCIERO

A. Establecimientos de crédito

En esta sección se discute la evolución de los indicadores relevantes de los establecimientos de crédito durante el último año, con especial énfasis en lo transcurrido de 2004. Para tal fin, se hará un seguimiento de los principales acervos del sector, se estudiará la evolución de la rentabilidad, y se medirá la exposición frente a los diferentes riesgos del negocio.

⁴⁴ En diciembre de 2003, la calidad de cartera de tipo A era el 29,3% del total de la cartera y la de E el 10,9%. En marzo de 2004, estas participaciones fueron 48,5% y 9,2%, respectivamente.

⁴⁵ En marzo de 2004, la cartera de tipo A bajó 6,5 pp con respecto a 2003 registrando el 30,9% del total de la cartera. Por su parte, la suma de las de tipo A, B y C aumentó en 4,0 pp siendo el 56,7% del total de la cartera.

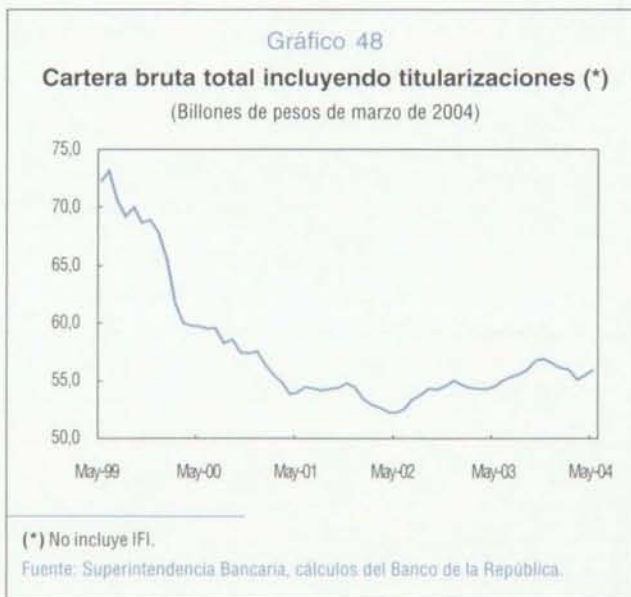
1. Evolución de activos, pasivos y operaciones fuera de balance⁴⁶

a. Posiciones activas

Los activos del total de entidades de crédito se han mantenido relativamente estables (en términos reales) en lo transcurrido de 2004, oscilando alrededor de \$100 b (Gráfico 47). A pesar de esto, el crecimiento real anual del activo alcanzó 5,5% en mayo, gracias a la importante dinámica de este acervo durante el último trimestre de 2003.

Para entender mejor este comportamiento, conviene analizar los diferentes componentes del activo. En el caso de la cartera de créditos⁴⁷, su principal componente, se observa (Gráfico 48) una desaceleración de su crecimiento después de febrero de 2004. En efecto, durante este período la cartera bruta presentó tasas de crecimiento reales promedio de 2,1% (incluyendo los montos de cartera titularizada), cifra inferior al promedio de 3,7% exhibido entre mayo de 2003 y febrero de 2004.

Un análisis más detallado de la evolución de la cartera (Gráfico 49) muestra que su desaceleración es fruto de un menor ritmo de crecimiento de la carte-



⁴⁶ 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.

⁴⁷ La cartera de créditos considerada no incluye operaciones de *leasing*.

Gráfico 49
Crecimiento real anual de la cartera bruta (*)
 (Porcentaje)



(*) No incluye IFI.

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

ra comercial, que en los meses de marzo, abril y mayo de 2004 creció alrededor de 2,0% real anual, cuando venía aumentando a tasas superiores al 4,0% durante todo el año anterior. Este comportamiento no parece estar explicado por una desaceleración de la actividad económica, sino por una recomposición de las fuentes de financiamiento de las empresas, tal como se ilustró en la sección sobre el sector corporativo privado.

En lo que respecta a las demás categorías de crédito, su evolución sigue siendo similar a la registrada en 2003. En efecto, la cartera hipotecaria continúa deprimiéndose a tasas de crecimiento reales cercanas al 11,7%, mientras que los acervos de crédito de consumo y microcrédito siguen registrando comportamientos excepcionales en términos de crecimiento (21,3% y 38,0%, respectivamente, en mayo de 2004).

Cuando se observa la evolución del crédito por grupo de entidades, es posible identificar tres hechos importantes. En primer lugar, se aprecia que los bancos comerciales siguen siendo las entidades más dinámicas en la asignación de créditos durante 2004, si bien su ritmo de colocaciones se ha moderado (Gráfico 48).

Segundo, la cartera de los BECH (incluyendo titularizaciones) ha venido decreciendo en términos reales desde diciembre de 2003, lo que contrasta con la incipiente recuperación que había registrado este grupo de entidades durante el año 2003. Esto se debe a que la dinámica del crédito hipotecario sigue siendo muy negativa, y a que las colocaciones de los BECH en otras carteras (consumo sobre todo) no alcanzan a compensar dicha caída.

En tercer lugar, es de resaltar el cambio de tendencia del acervo de créditos otorgados por parte de las entidades extranjeras. En efecto, si bien en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2003 se registraba una reactivación del crédito por parte de este grupo, la evolución de su cartera después de febrero de 2004 muestra un panorama diferente, pues la banca extranjera redujo de nuevo el acervo de créditos en términos reales. Aunque este patrón podría ser temporal, es claro que la banca extranjera como un todo aún no presenta un comportamiento tan estable como la banca nacional que redunde en una recuperación sostenida en la asignación de créditos⁴⁸.

En lo que respecta al acervo de inversiones en manos de las entidades de crédito, se observa que este continuó con su senda ascendente de los últimos 18 meses, alcanzando un monto total de \$29,8 b en mayo de 2004. La tasa de crecimiento promedio de este tipo de posiciones ha sido del 14% real anual desde noviembre de 2003. Este hecho, junto con la menor dinámica de la cartera enunciada antes, ha permitido que las inversiones ganen terreno sobre la cartera, con participaciones históricamente altas (30%) en el total de activos de las entidades de crédito (Gráfico 50).

b. Posiciones pasivas

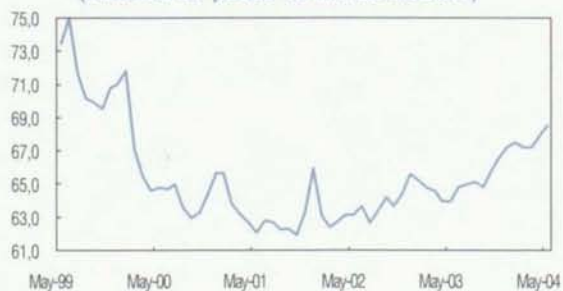
Las captaciones de los establecimientos de crédito alcanzaron \$68,5 b en mayo de 2004, lo que significa un crecimiento anual de 6,2% real, la tasa de crecimiento más alta desde enero de 1998. Sin embargo, este buen resultado no es general a los diferentes tipos de entidades, tal como se aprecia en el Gráfico 51. En el caso de los BECH se observa que sus captaciones siguieron decreciendo durante 2004 (-5,1%), inclusive a un ritmo mayor que el presentado en 2003. Los bancos comerciales y las entidades extranjeras, por su parte, se



⁴⁸ Es importante aclarar que la caída en la cartera bruta de las entidades extranjeras se puede atribuir exclusivamente a una entidad particular, que redujo su acervo de créditos en casi \$330 mm entre noviembre de 2003 y abril de 2004. Si se excluyera esta entidad del subgrupo de extranjeras, el comportamiento del acervo de créditos es casi tan satisfactorio como el de las entidades nacionales, creciendo 2,2% real anual en abril.

Gráfico 51
Captaciones (*)

(Billones de pesos de marzo de 2004)



Crecimiento real anual (Porcentaje)



(*) No incluye IFI.

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

encuentran aumentando sus depósitos a una tasa del 12,0% y 11,1% real respectivamente, lo cual indica que la menor dinámica del crédito presentada sobre todo en marzo y abril de 2004 no estaría explicada por una insuficiencia de recursos prestables.

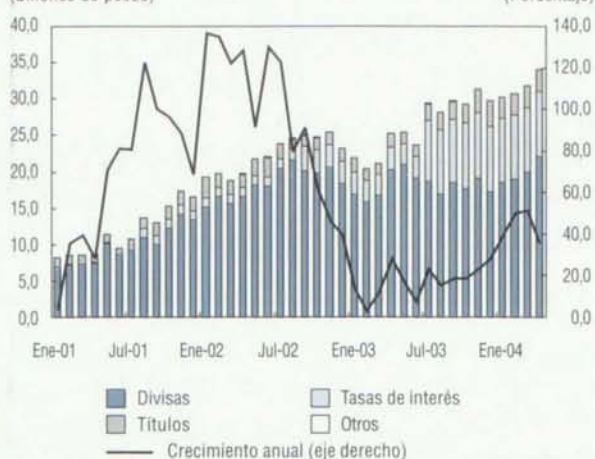
c. Derivados

El monto de operaciones con derivados⁴⁹ ascendió a \$34,3 b en abril de 2004, lo cual equivale a un crecimiento anual de 35,3% en términos reales. Esta tendencia confirma el gran dinamismo que ha tenido este tipo de instrumentos en el sistema financiero colombiano en los últimos años (Gráfico 52).

Al descomponer el monto total de derivados por tipo de subyacente, se puede constatar que el crecimiento de estos instrumentos se debe casi en su totalidad al aumento de las operaciones relacionadas con divisas. En efecto, entre diciembre de 2003 y abril de 2004, el monto de derivados relacionados con divisas aumentó \$5,4 b, mientras que aquellos relacionados con tasas de interés y títulos aumentaron tan sólo \$0,2 b cada uno.

Gráfico 52
Operaciones con derivados (*)

(Billones de pesos) (Porcentaje) (Porcentaje)



(*) No incluye IFI.

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

⁴⁹ Se consideran derivados, aquellos acervos registrados en el plan único de cuentas (PUC) de las entidades de crédito dentro de los rubros de derechos en *forwards*, futuros, *swaps* y opciones.

2. Rentabilidad

La rentabilidad del conjunto de entidades de crédito siguió su senda ascendente durante los primeros cuatro meses de 2004. El indicador tradicional, medido como la razón entre la utilidad anualizada y el activo promedio de los últimos 12 meses (ROA), alcanzó un nivel de 2,3% para la totalidad del sistema en abril de 2004, nivel incluso mayor que el registrado en 1995. Como se puede apreciar en el Gráfico 53, las entidades extranjeras conti-



núan en niveles inferiores al promedio del sistema. Sin embargo, su recuperación en este aspecto ha sido importante, lo que ha permitido reducir la brecha con el promedio del sistema en casi 0,4% entre noviembre de 2003 y abril de 2004.

El comportamiento de la rentabilidad refleja el excelente momento que atraviesan las entidades financieras en materia de generación de utilidades, a pesar de las perturbaciones en el mercado de deuda pública ocurridas en abril de 2004, que impactaron en este mes los ingresos por valoración de inversiones (Recuadro 3).

3. Exposición a riesgos

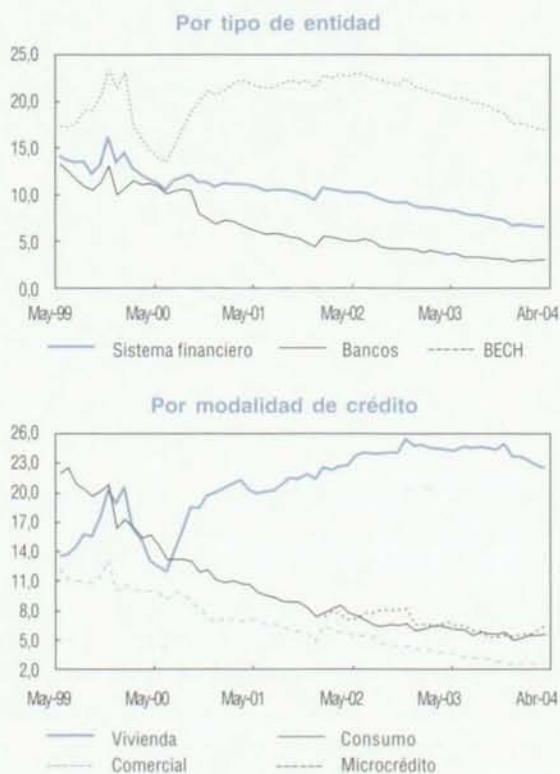
a. Riesgo de crédito

La calidad de la cartera de créditos continuó con su proceso de mejoría durante 2004. Esto ha contribuido a que la percepción de riesgo de crédito disminuya, lo que afecta positivamente el otorgamiento de nuevos créditos. La proporción de cartera vencida a cartera total mejoró de 7,2% en noviembre de 2003 a 6,5% en abril de 2004, para la totalidad del sistema, en tanto que la proporción de cartera riesgosa a cartera total pasó de 17,5% a 15,4% en el mismo período (gráficos 54 y 55).

Tanto la cartera de los bancos comerciales como la de los BECH han contribuido a dicha mejora. En el caso de los primeros, el indicador de cartera vencida se redujo cerca de 2,0 pp, alcanzando 16,9% en abril⁵⁰. Esta mejora en el indi-

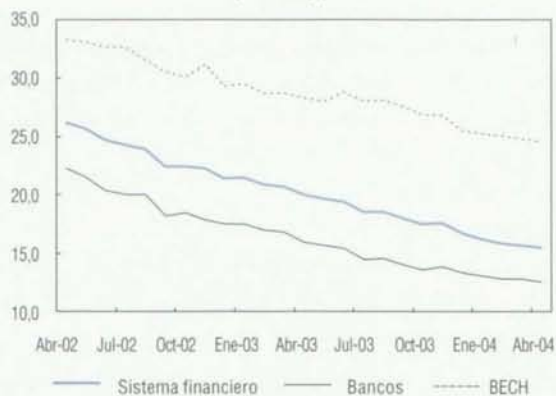
⁵⁰ Este indicador es aún bastante elevado. Sin embargo, como se mencionó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2003, buena parte del acervo de cartera deteriorada está asociada a la toma de riesgos previa a la crisis de 1999, y los desembolsos recientes tienen un perfil de riesgo bastante menor.

Gráfico 54
Calidad de la cartera:
Cartera vencida / Cartera bruta total
 (Porcentaje)



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

Gráfico 55
Proporción de cartera riesgosa
sobre cartera bruta
 (Porcentaje)



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

cador es aun más destacable si se tiene en cuenta que la cartera bruta de las BECH disminuyó en la primera parte del año, lo que implica que los montos de cartera vencida de este grupo han presentado descensos aun más importantes.

Esta mejora en la cartera de los diferentes tipos de entidad, junto con un mejor cubrimiento de la cartera a través de mayores provisiones (como proporción de la cartera vencida o riesgosa), confirma que en la actualidad el riesgo de crédito no es un problema que atente contra la estabilidad financiera en el futuro próximo (Gráfico 56).

Por otra parte, un análisis por modalidad de crédito revela un deterioro marginal en la calidad de los microcréditos (Gráfico 54), que hasta el momento no incide en un incremento importante del riesgo. La cartera de vivienda, por su parte, registró una reducción en el riesgo de crédito que ubicó el indicador de cartera vencida en 22,4%. En el caso de las carteras de consumo y comercial, sus indicadores de cartera vencida han frenado su tendencia descendente y se han estabilizado alrededor de 5,5% y 2,5%, respectivamente.

Hasta el momento no existe evidencia que relacione estas

tendencias con un relajamiento de los criterios de selección de los deudores del sistema financiero. Sin embargo, tal como se mencionó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior, es clave focalizar los esfuerzos en monitorear de manera efectiva el riesgo potencial de las nuevas asignaciones de crédito, en especial en las categorías de crédito que están creciendo a tasas elevadas como es el caso del microcrédito y del crédito de consumo.

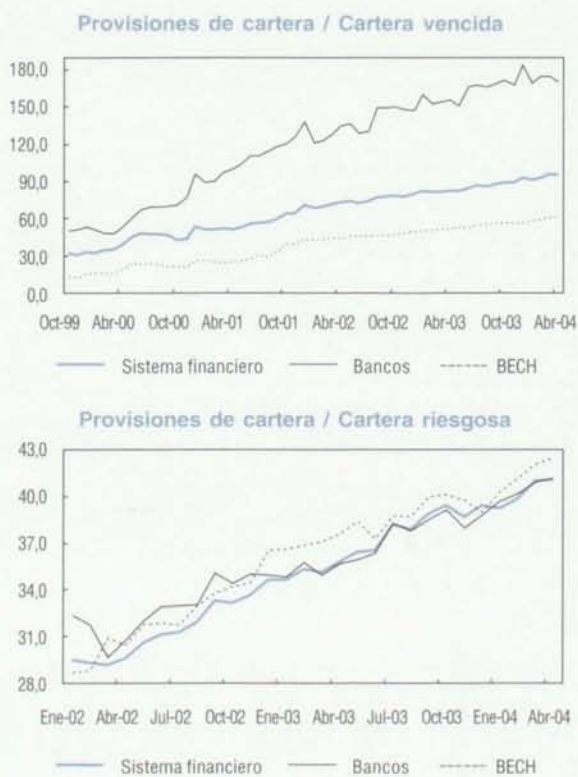
b. Riesgo de liquidez

El indicador que relaciona la diferencia entre activos líquidos y los pasivos volátiles como proporción de los depósitos totales, es una aproximación de la capacidad de reacción de corto plazo que tienen las entidades de crédito ante movimientos en los pasivos volátiles. El Gráfico 57 muestra niveles de liquidez relativamente altos con respecto a los últimos cinco años, tanto en el caso de los bancos comerciales como de los BECH. Este hecho reduce la posibilidad de que se presenten inconvenientes de liquidez en el futuro cercano.

c. Riesgo de mercado

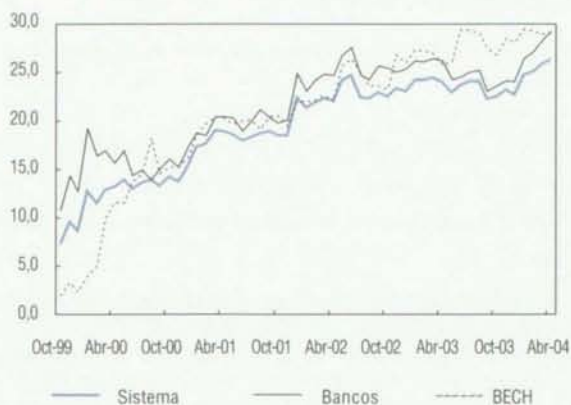
Las fluctuaciones en los precios (tasas de interés, tasas de cambio, precios de acciones, etc.) pueden afectar la valo-

Gráfico 56
Provisiones de cartera
(Porcentaje)

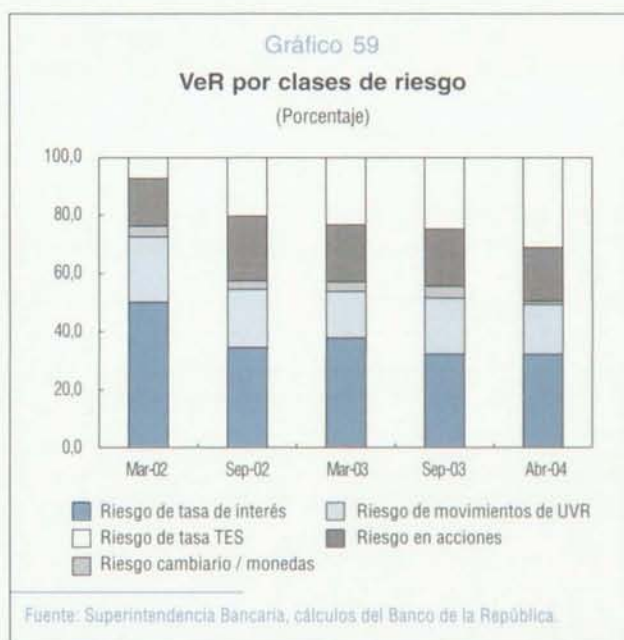


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 57
(Activos líquidos - Pasivos volátiles) / Depósitos
(Porcentaje)



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



ración 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 riesgo (VER)⁵¹ por riesgo de mercado y el total de activos ponderados por riesgo (Gráfico 58), es un reflejo de qué tan expuesta se halla 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 11,7% de los activos ponderados por riesgo (APR) desde febrero de 2004, cifra superior al 10,0% que exhibía esta relación desde junio de 2003, pero similar a la que se observó en el año 2002.

El aumento reseñado se explica, en parte, 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.

Por otro lado, el aumento también se debe a una variación en el cálculo de VER de algunas entidades, que comenzaron a utilizar parámetros más estrictos a la hora de calcular su valor en riesgo⁵².

⁵¹ 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 diferentes posiciones en manos de las entidades de crédito. Esta medida sirve como base de la exigencia de capital por riesgos de mercado.

⁵² Específicamente, algunos establecimientos de crédito han utilizado las volatilidades máximas de los diferentes factores de riesgo, aunque la Superintendencia Bancaria los autoriza a emplear unas

El Gráfico 59 ilustra cómo está compuesto el VER por riesgo de mercado discriminando entre diferentes tipos de riesgo. Es posible observar cómo el riesgo de tasa de interés del mercado monetario y crediticio ha venido reduciendo su participación en el VER, en favor del riesgo ocasionado por la tenencia de TES, que representó en abril más del 30% del total del VER. Este resultado confirma que el aumento del VER durante 2004 se debe en buena parte, a un mayor acervo de títulos públicos en manos del sistema financiero.

RECUADRO 3

LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

En el segundo semestre de 2002 la economía colombiana presenció un breve período de pérdidas significativas por valoración de los portafolios de TES B. Este suceso puso en evidencia la importancia del monitoreo de este mercado, dada la exposición al riesgo frente a estos activos por diversos agentes en la economía y en particular del sector financiero. Por este motivo, el *Reporte de Estabilidad Financiera* realiza un análisis de la concentración, exposición al riesgo y un ejercicio de cuantificación de portafolios de los tenedores de bonos.

En el mes de abril y principios de mayo del presente año también se vivió un período de turbulencia en el mercado secundario de los TES B. Durante este período se produjo un aumento sustancial en el nivel y en la volatilidad de las tasas de interés del mercado secundario (SEN). Dicho aumento en las tasas de interés, que implicó un cambio adverso en los precios de estos títulos, generó pérdidas por valoración a las entidades financieras, que desde 1999 han destinado una proporción creciente de su activo a títulos de deuda pública. Las inversiones en estos títulos, que en 1996 representaban sólo 4% del activo del sistema financiero, hoy en día explican el 15%¹, lo cual pone en evidencia el aumento considerable en la exposición del sistema financiero ante cambios en las condiciones de la deuda pública.

En la primera parte del año, el buen desempeño económico, las mejoras moderadas en el campo fiscal y la tendencia decreciente de la inflación, impulsaron valorizaciones importantes en el mercado. No obstante, a pesar de que estas condiciones no se revirtieron, el mercado de los TES tuvo un importante revés en el cuarto mes del año. A partir del 13

¹ Datos a abril de 2004.

volatilidades subestimadas en algunos de estos. Este hecho podría estar ocasionado por una interpretación desacertada de la Circular Externa 007 de 2004 de la Superintendencia Bancaria por parte de algunas entidades.

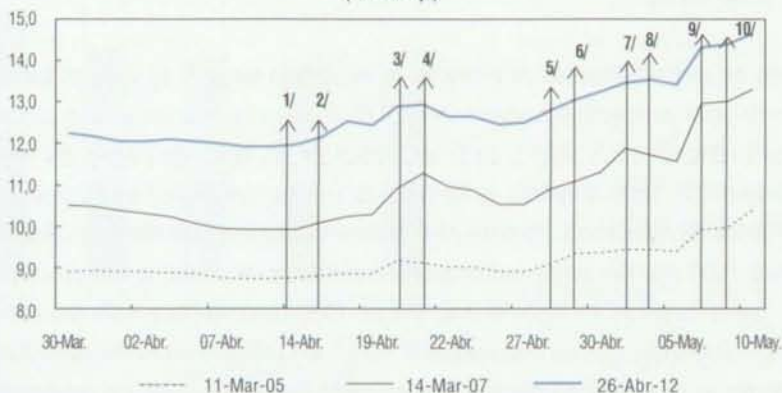
de abril de 2004 las tasas de los TES aumentaron de manera significativa (hasta mayo 7 de 2004, este aumento alcanzó 261 pb en promedio). En la actualidad, a diferencia de 2002, los fundamentales de la economía y el efecto contagio no son las causas para el reciente revés en el mercado secundario de TES. Una posible explicación para la actual coyuntura es una reacción excesiva por parte del mercado secundario de TES B a las expectativas del alza en la tasa de interés de los Estados Unidos. Como lo muestra el Gráfico 1 R3 existe una alta correlación entre los eventos internacionales relacionados con las tasas de referencia del Fed y la evolución de las tasas de interés de los TES en Colombia.

Para calcular un escenario de posibles pérdidas por valoración de los portafolios de TES B ocurridas durante el mes de abril, se llevó a cabo un ejercicio de cuantificación valorando a precios de mercado dichos portafolios en manos de todos los sectores de la economía². Este ejercicio tiene como supuesto fundamental que el acervo de estos títulos no varió durante el mes de abril, ni tampoco la distribución y composición de los portafolios. Por lo

Gráfico 1 R3

Tasas del mercado secundario por vencimiento del 30 de marzo de 2004 al 10 de mayo de 2004

(Porcentaje)



- 1/ 14-abril: inflación marzo 0,5% (dato esperado 0,3%).
- 2/ 15-abril: rumor de aumento de 25 pb en el Fed.
- 3/ 20-abril: Greenspan indica que el sector financiero está en capacidad de enfrentar un alza en las tasas de interés.
- 4/ 21-abril: Greenspan anuncia que las tasas deberán subir en algún momento.
- 5/ 28-abril: subasta TES largo plazo. Tasas corte aumentan en promedio 102.
- 6/ 29-abril: deflactor de precios creció 2,5%. (Barómetro de la inflación - Fed).
- 7/ 3-mayo: Fitch anuncia mejora en el outlook en la perspectiva de la deuda soberana colombiana.
- 8/ 4-mayo: conferencia telefónica del MHCP da parte de tranquilidad y Fed no modifica sus tasas.
- 9/ 6-mayo: disminución en las solicitudes de empleo en los EEUU, mayor que la esperada por el mercado.
- 10/ 7-mayo: mayor aumento de tasas en los títulos del Tesoro americano (6,6%).

Fuente: Banco de la República.

² La metodología utilizada para el ejercicio es análoga a la que se empleó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2003.

tanto, es posible abstraer los cambios en valoración que son productos exclusivamente de las modificaciones en las tasa de interés. Como se observa en el Cuadro 1 R3, las pérdidas totales en la economía hubieran ascendido a \$1,48 b de las cuales el sistema financiero daría cuenta de \$385 mm. Dentro del sistema financiero los más afectados serían los bancos comerciales, con pérdidas estimadas en \$337 mm, seguidos por los BECH, cuya pérdida habría sido de \$34 mm³.

A pesar del comportamiento desfavorable del mercado de la deuda pública en abril, el sistema financiero continuó aumentando su acervo de TES B. El Cuadro 2 R3 muestra la distribución de los saldos de estos títulos, valorados a precios de mercado, para el sector financiero y el resto de la economía. Como se observa, a mayo 31 de 2004 el sistema financiero tenía \$14,6 b en TES B⁴ (23% del total de los títulos del mercado) comparado con los \$10,8 b de septiembre 3 del año anterior, lo cual implica un aumento de \$3,8 b. Este comportamiento sigue la tendencia creciente publicada en la anterior publicación del *Reporte de Estabilidad Financiera*. La participación según moneda en el saldo total de TES B del sistema financiero registra un grueso de 62,6% en tasa fija, seguido de las unidades de valor real (UVR) con 20,2%, y por último, los títulos en tasa variable (TV) con 17,3%, lo cual representa un aumento de 1,7 y 5,5 puntos porcentuales (pp), respectivamente, en la participación de TES B de tasa fija y TES B de tasa variable. Por el contrario, los títulos denominados en UVR disminuyeron su participación en 7 pp. La anterior disminu-

Cuadro 1 R3
**Pérdidas por valoración de TES B,
entre el 31 de marzo y el 30 de abril**
(Millones de pesos)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Sector financiero	261.257	28.817	95.387	385.461
Bancos comerciales	224.139	26.205	86.811	337.154
BECH	25.955	1.620	6.800	34.375
Compañías de financiamiento comercial	476	169	134	779
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	100	70		170
Corporaciones financieras	10.587	753	1.642	12.983
Resto de la economía	572.869	212.073	308.876	1.093.818
Total	834.126	240.891	404.263	1.479.279

Fuente: Banco de la República.

³ Las pérdidas aquí presentadas no necesariamente coinciden con las reportadas en los balances de los establecimientos de crédito, por diversas razones: Primera, por los supuestos del ejercicio que incluyen un portafolio constante a lo largo del periodo; Segunda, por la metodología de valoración que utiliza los saldos con cupones de TES B. Y tercera, porque no todos los títulos en el balance son susceptibles de ser valorados a precios de mercado.

⁴ Fuente: Depósito Central de Valores (DCV).

Cuadro 2 R3

Saldos de los TES B valorados a precios de mercado ()**

(Millones de pesos)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 31 de mayo de 2004				
Sector financiero	9.154.010	2.524.516	2.948.845	14.627.372
Bancos comerciales	8.707.611	2.314.575	2.886.612	13.908.797
Compañías de financiamiento comercial	26.598	70.169	5.566	102.333
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	3.327	0	0	3.327
Corporaciones financieras	416.476	139.772	56.668	612.916
Resto de la economía	23.911.519	13.220.909	10.913.455	48.045.883
Total	33.065.529	15.745.425	13.862.301	62.673.255
Saldos a 3 de septiembre de 2003				
Sector financiero	6.586.283	1.271.145	2.946.224	10.803.651
Bancos comerciales	6.137.451	1.199.190	2.845.208	10.181.849
Compañías de financiamiento comercial	22.754	1.605	7.987	32.346
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	3.050	0	0	3.050
Corporaciones financieras	423.028	70.350	93.029	586.407
Resto de la economía	20.412.438	11.071.065	9.520.965	41.004.468
Total	26.998.721	12.342.210	12.467.188	51.808.119

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

Fuente: Banco de la República.

ción puede explicarse como producto de las expectativas de inflación, pues los agentes parecen estar percibiendo una estabilidad en los precios, lo cual hace disminuir su tenencia de títulos indexados.

Las duraciones de los títulos permiten calcular los cambios en el valor del portafolio de los TES B, dado un cambio paralelo a lo largo de la curva *spot* de 1% en las distintas tasas de interés. A mayo de 2004, el efecto de dicho movimiento de las tasas de interés sobre el sector financiero, sería de mayor grado para los bonos denominados en UVR con 3,3%, seguido de los títulos en tasa variable con 3,2% y por último, los TES de tasa fija con 2,1%. Como se observa en el Cuadro 3 R3, los efectos sobre el valor del portafolio del resto de la economía serían, respectivamente, 4,0%, 3,6% y 2,0%.

Nota: Los TES B denominados en dólares no se incluyeron en el ejercicio de valoración. No fue posible la construcción de una curva *spot* debido al tamaño reducido de la muestra.

Las duraciones ponderadas de los títulos denominados en UVR conservaron la tendencia decreciente observada a principio de año con respecto a 2002. En particular, la duración de

Cuadro 3 R3
Duraciones ponderadas por portafolio
 (Años)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
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 de grado Sup. de carácter Financ.	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
Saldos a 9 de septiembre de 2003				
Sector financiero	2,00	3,90	3,80	2,70
Bancos comerciales	2,00	4,00	3,80	2,70
Compañías de financiamiento comercial	2,00	4,30	3,00	2,30
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	0,90			0,90
Corporaciones financieras	2,00	3,60	3,20	2,40
Resto de la economía	1,80	3,90	4,10	2,90
Total	1,80	3,90	4,00	2,90

Fuente: Banco de la República.

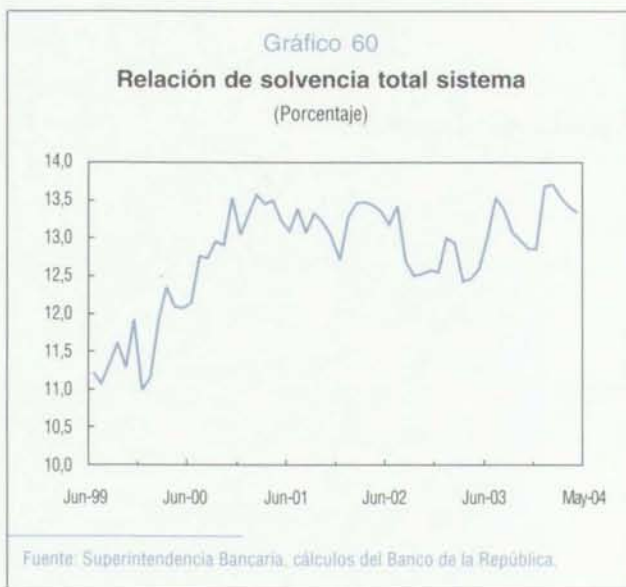
los títulos en UVR bajó más en el sector financiero que en el resto de la economía, 0,55 y 0,13 pp, respectivamente.

En síntesis, el sistema financiero presenta una importante exposición al riesgo de los TES B. Un comportamiento del mercado secundario como el presenciado durante abril de 2004 representa importantes pérdidas por valoración para este sector. Por esta razón debe mantenerse un constante monitoreo de la exposición de las entidades de crédito a este tipo de posiciones, con el fin de evitar que las fluctuaciones en el mercado de deuda constituyan una fuente de inestabilidad financiera.

d. Solidez patrimonial

La relación de solvencia sigue exhibiendo niveles relativamente elevados para el total de entidades de crédito (Gráfico 60). En enero de 2004, el indicador de solvencia aumentó hasta alcanzar 13,7% como resultado de contabilización de las utilidades de 2003 dentro del patrimonio técnico. Luego, el indicador se situó alrededor del 13,4% en abril, como consecuencia de la distribución de utilidades acumuladas de ejercicios anteriores.

Por otro lado, a partir de enero de 2004, la exigencia de capital por riesgos de mercado comenzó a ponderar por el 100% del VER por este concepto (en el año



2003 ponderaba el 80%). Sin embargo, hasta el momento este hecho no ha tenido un impacto negativo en la relación de solvencia, lo que hace pensar que las entidades financieras compensaron la mayor exigencia de capital por concepto de riesgos de mercado gracias al buen resultado en utilidades durante el año anterior. Esto les ha permitido tener un nivel de patrimonio técnico adecuado en términos de la exposición a los riesgos inherentes a su negocio.

RECUADRO 4

EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO

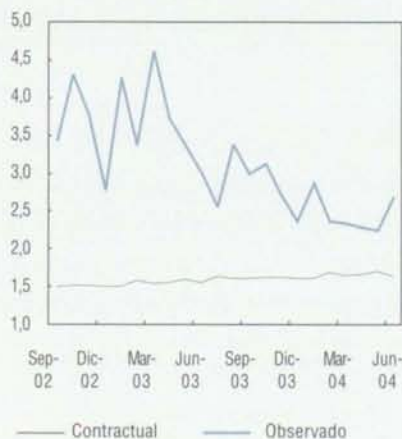
El mercado hipotecario secundario ha mostrado un comportamiento similar al que se pudo apreciar en el semestre junio-diciembre de 2003, reseñado en el anterior *Reporte de Estabilidad Financiera*¹. Específicamente, los prepagos de cartera hipotecaria titularizada han permanecido en niveles superiores a los esperados, mientras que la morosidad de la cartera titularizada ha sido inferior a la contractual.

Sin embargo, se resalta que la evolución de los prepagos se ha desacelerado, acercándose a los valores contractuales esperados por la Titularizadora Colombiana. Como se evidencia en los gráficos 1 R4 y 2 R4, lo anterior se cumple tanto para la cartera de la primera emisión (TIP A E1 2007), como para la cartera titularizada VIS (VIS E1 2017). Esta tendencia se presenta desde el comienzo del segundo trimestre de 2003.

Por su parte, la morosidad ha permanecido estable en niveles del 7%-8%, frente al 12% esperado, en promedio. Esto se observa en el Gráfico 3 R4, para las hipotecas de la primera emisión de TIP.

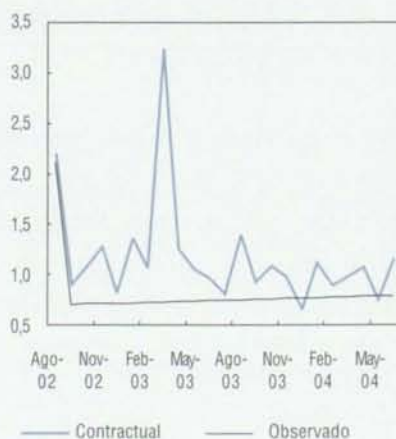
¹ Camilo Zea (2003). "El mercado hipotecario secundario colombiano", en *Temas de Estabilidad Financiera, Reporte de Estabilidad Financiera*, diciembre.

Gráfico 1 R4
Prepagos TIP a emisión 1, 2007
 (Porcentaje)



Fuente: Titularizadora.

Gráfico 2 R4
Prepagos VIS a emisión 1, 2017
 (Porcentaje)



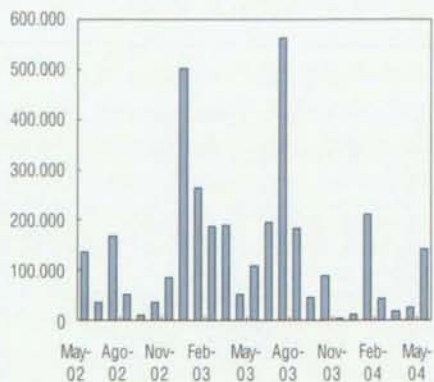
Fuente: Titularizadora.

Gráfico 3 R4
Morosidad Pool emisión 1
 (Porcentaje)



Fuente: Titularizadora.

Gráfico 4 R4
Volumen mensual de negociación de TIP en el MEC
Mayo 2 de 2002-Mayo 30 de 2004
 (Millones de pesos)



Fuente: Titularizadora.

En términos de la liquidez del mercado hipotecario secundario, ésta se ha reducido frente a los niveles observados en el mismo período del anterior. Lo expuesto podría estar explicado en la incertidumbre que existe sobre la evolución de la cartera hipotecaria de los bancos, ya que esta ha venido descendiendo secularmente desde 2001.

Finalmente, es importante resaltar que el 10 de junio de 2004 la Titularizadora Colombiana realizó la primera emisión de títulos estructurados de cartera hipotecaria (TECH), una titularización de créditos hipotecarios en proceso de cobro judicial, de propiedad de los Bancos Av Villas y Conavi. El monto de la emisión es de \$183 mm aproximadamente, donde el colateral asciende a \$450 mm.

Esta titularización es la primera realizada con cartera morosa, tanto en Colombia como en América Latina. Aparte de contribuir en el incremento de papeles disponibles en UVR a largo plazo en el mercado colombiano, esta emisión de títulos permite a los bancos hipotecarios limpiar sus balances de esta cartera improductiva, sin poner en riesgo a los inversionistas, ya que la titularización se encuentra sobrecolateralizada en una proporción cercana al 250%.

B. Administradores de fondos de pensiones

1. Crecimiento del portafolio

El valor de los fondos administrados por las AFP⁵³ ha continuado creciendo desde el año pasado, debido al incremento en el número de afiliados totales y a la proporción de afiliados activos. Esta última tendencia se había mencionado en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior y continúa consolidándose en lo corrido del año. En abril de 2004 el valor del portafolio de inversión de los fondos de pensiones y cesantías ascendía a \$28b (12,6% del PIB), de los cuales \$22 b correspondían a fondos de pensiones obligatorias (Gráfico 61). Así mismo, el portafolio de las AFP representa el equivalente a 29% de



⁵³ Las AFP corresponden a la suma de los fondos de pensiones obligatorias, los fondos de cesantías y los fondos de pensiones voluntarias (excluyendo los fondos voluntarios pertenecientes a las fiduciarias).

los activos de los establecimientos de crédito del sistema financiero hasta abril de 2004.

2. Composición del portafolio de las AFP

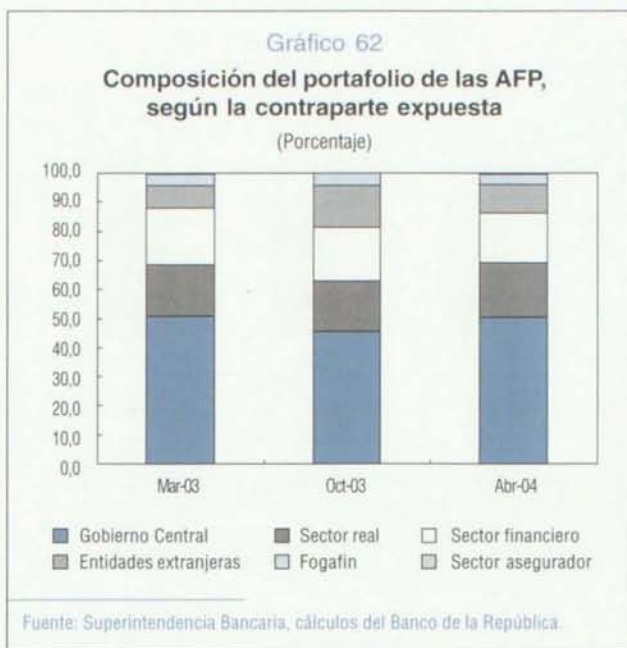
a. Clasificación por clase de activo y contraparte

Desde la última edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la composición del portafolio administrado por las AFP se ha modificado ligeramente. Las inversiones de renta fija aumentaron su participación en el portafolio durante los últimos seis meses, alcanzando a representar el 72% de este. Se revierte así la tendencia de los fondos de buscar una mayor rentabilidad del portafolio por medio de la recomposición hacia papeles de renta variable.

El Gobierno continúa siendo la principal contraparte ante quien se encuentra expuesto el portafolio de las AFP. Los títulos de deuda del Gobierno representan cerca del 50% del portafolio, un incremento en su participación con respecto al portafolio de octubre pasado. Este aumento en la exposición a la deuda del Gobierno se debió principalmente a la disminución en la exposición del portafolio frente a entidades del exterior (Gráfico 62), incentivado en parte por las bajas tasas de interés en los mercados de los países desarrollados y por una mejor percepción del entorno económico en Colombia.

Al analizar en mayor detalle las inversiones en deuda pública en el interior del portafolio de las AFP se observa una recomposición en favor de la deuda interna. Las AFP adquirieron \$2,5 b en títulos TES del Gobierno entre octubre de 2003 y abril de 2004, un crecimiento de 45% en este tipo de inversiones.

Por otra parte, es importante resaltar la baja participación que continúan experimentando los títulos derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (TIP) en el portafolio de las AFP, al continuar representado menos del 1% de las inversiones totales del portafolio. En abril de 2004, las AFP poseían el 14% del monto total de la cartera titularizada, participación sustancialmente baja considerando que las AFP deberían

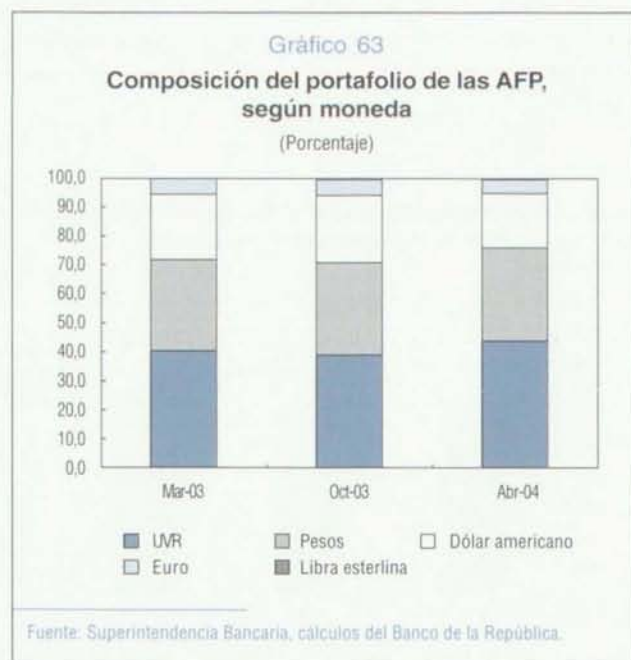


ser sus compradores naturales por la alta duración de sus pasivos. Este hecho se debe a que aún persisten problemas regulatorios en el manejo de los TIP, ya que los incentivos tributarios otorgados a los TIP no son atractivos para las AFP y, además, existen fallas en la valoración de estos títulos para el portafolio de las mismas⁵⁴.

El *spread* de la deuda externa colombiana se encuentra en niveles superiores a los observados hace seis meses (aproximadamente en 50 pb), después de haberse observado un fuerte incremento a finales de abril y comienzos de mayo. Por otra parte, las tasas de interés de los títulos TES han retornado a los niveles de diciembre del año pasado. Estos dos hechos han provocado una leve desmejora en el perfil de riesgo de una parte del portafolio. Sin embargo, las mejores perspectivas económicas deberían compensar este riesgo.

b. Descomposición por plazos y moneda

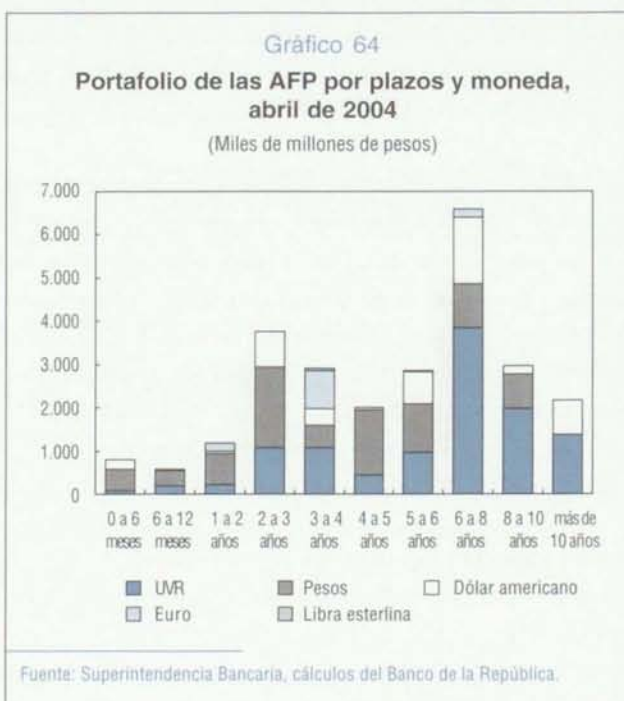
Al descomponer el portafolio de las AFP por tipo de moneda, se observa que la exposición frente al dólar americano y al euro ha disminuido levemente con respecto a octubre del año pasado (Gráfico 63). Esto se explica por la recomposición observada en el interior del portafolio de deuda pública en favor de la deuda interna, y por la reducción en la participación de las inversiones en entidades del exterior, sin que esto haya implicado un cambio en el orden de importancia de las exposiciones de moneda.



A pesar del leve aumento en la exposición del portafolio frente a la unidad de valor real (UVR) o inflación, continúa siendo necesario resaltar que la exposición frente a estas inversiones es moderada, al considerar la indexación de los pasivos de las AFP a la inflación. Por tal razón, aún existe potencial de crecimiento para los instrumentos financieros denominados en UVR o inflación. Adicionalmente, la principal moneda extranjera, ante cuyos movimientos continúa estando expuesto el portafolio, es el dólar americano.

⁵⁴ Para mayor información sobre los problemas de valoración, véase Zea, Camilo (2003). "El mercado hipotecario secundario colombiano", en *Reporte de Estabilidad Financiera*, diciembre.

Si se analizan los activos del portafolio según su plazo para el vencimiento, se observa que no se ha modificado la alta concentración en plazos menores a 10 años, el 92% de los activos continúa con un vencimiento menor que este plazo (Gráfico 64). Ello contrasta con el hecho que el 42% de los afiliados a las AFP se encuentran entre los 25 y 34 años, personas quienes durante los próximos 10 años no tienen derecho a reclamar su pensión. Se hace evidente el desfase existente entre plazos y duraciones del activo frente al vencimiento de sus pasivos.



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

C. Conclusiones

Los activos del conjunto de establecimientos de crédito aumentaron de manera importante en el último trimestre de 2003, mientras que en lo transcurrido de 2004 se han mantenido prácticamente constantes (en términos reales). Este comportamiento del activo es consistente con la evolución que ha presentado la cartera de créditos de los establecimientos de créditos hasta mayo. En efecto, si bien el crédito venía mostrando niveles de crecimiento superiores al 4% real en promedio durante todo el año 2003, su dinámica se ha moderado, sobre todo después de febrero de 2004.

Un análisis más detallado del crédito sugiere que su leve desaceleración no es generalizada en todas sus modalidades: las carteras de consumo y microcrédito, por ejemplo, siguen creciendo a tasas bastante elevadas. En el caso de la pri-

mera, su evolución es consistente con ingresos más elevados y estables de los hogares, lo que impulsa su demanda, y de una percepción de riesgo baja por parte de la banca, lo que fomenta su oferta.

La cartera comercial sí refleja un menor dinamismo que en 2003. Sin embargo, este comportamiento no es fruto de una desaceleración de la actividad productiva, sino que es la respuesta a diferentes estrategias de las empresas para reducir su endeudamiento con el sistema financiero. Concretamente, las mayores utilidades reportadas en 2003 por el sector corporativo privado se han destinado en alguna medida a reducir los pasivos con el sistema financiero, y las buenas perspectivas económicas han permitido que algunas empresas hayan emitido bonos exitosamente, los cuales se han utilizado en parte para reducir el saldo de sus obligaciones con la banca.

En lo que respecta a la rentabilidad de las entidades de crédito, se puede afirmar que aquella se encuentra en su máximo nivel desde 1995 (para el indicador tradicional de retorno sobre activos), lo cual refleja el extraordinario momento que atraviesa el sistema financiero en materia de generación de utilidades.

Los establecimientos de crédito continúan evidenciando niveles de riesgo de crédito y de liquidez históricamente bajos. En efecto, en el caso del primero, la proporción de cartera vencida (riesgosa) sobre el total de cartera no ha presentado cambios significativos con respecto a lo que se registraba a finales del año anterior. En el caso del segundo, la disponibilidad de recursos líquidos y la buena evolución de los depósitos reducen las posibilidades de presiones de liquidez. Estas situaciones, junto con niveles adecuados de capital por parte de las entidades financieras, revelan que ni el riesgo de crédito ni el de liquidez representan una amenaza latente para la estabilidad del sistema en el corto plazo.

En gran medida, la percepción favorable del riesgo de contraparte está asociada con la consolidación de buenos resultados en 2004 por parte de empresas y hogares: en el caso del sector corporativo, se aprecia un incremento en sus niveles de rentabilidad y ventas, y en relación con los hogares, tanto los indicadores de ingresos como de los precios de activos continúan aumentando, mejorando también su disponibilidad a pagar.

Al contrario de los riesgos de crédito y de liquidez, la exposición al riesgo de mercado se ha incrementado en los primeros meses de 2004, como resultado principalmente de la mayor tenencia de títulos de deuda pública en manos del sistema financiero, y de una mayor volatilidad de los precios de estos títulos. Dicha exposición podría ocasionar problemas en el futuro para las entidades de crédito si los indicadores de sostenibilidad fiscal interrumpen su mejora,

o el buen entorno externo se revierte, afectando los precios de la deuda pública. Esta situación hace que el ajuste fiscal cobre aún más importancia en el futuro cercano.

En síntesis, la salud del sistema financiero se encuentra en uno de sus mejores momentos de la última década. Así lo muestran sus indicadores de rentabilidad y la baja percepción de riesgo crediticio, y de liquidez. Esta buena situación sugiere que la leve desaceleración en el crédito al sector privado durante 2004 obedece a factores de demanda y no de oferta, y que es de esperarse que dicha desaceleración sea pasajera. En efecto, en la medida que el crecimiento económico siga consolidándose, algunos agentes, en especial las empresas, necesitarán emprender nuevos proyectos que tenderían a corregir la temporal disminución en la demanda del crédito observada en el último trimestre.

Subgerencia Monetaria y de Reservas

José Tolosa Buitrago

Subgerente

Departamento de Estabilidad Financiera

Mauricio Avella Gómez

Director (E)

Juanita González Uribe

Michel Janna Gandur

Jimmy Martínez Correa

Óscar Gonzalo Martínez Amaya

Santiago Muñoz Trujillo

David Salamanca Rojas

Camilo Zea Gómez