



REPORTE DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

JULIO D E 2005

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D. C., COLOMBIA

ISSN - 1692 - 4029

CONTENIDO

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS	4
NOTA AL LECTOR	7
RESUMEN EJECUTIVO	9
I. ENTORNO MACROECONÓMICO	15
A. CONTEXTO EXTERNO	15
B. SITUACIÓN DOMÉSTICA	16
II. SISTEMA FINANCIERO	18
A. ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO	18
RECUADRO 1: CONCENTRACIÓN Y CALIDAD DE LA CARTERA DE LAS EMPRESAS	25
RECUADRO 2: COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE ALGUNOS INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO	27
B. INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS	30
III. SITUACIÓN DE LOS ACTUALES DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO	35
A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO	35
RECUADRO 3 RESULTADOS DE LAS EMPRESAS A MARZO DE 2005	43
RECUADRO 4 BURBUJA EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS	46
B. HOGARES	50
C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)	53
IV. IMPACTO DE CAMBIOS EN LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS SOBRE LOS RIESGOS DEL SISTEMA FINANCIERO	56
A. RIESGO DE CRÉDITO	56
B. RIESGO DE MERCADO	59
TEMAS SOBRE ESTABILIDAD FINANCIERA	67

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

Cuadro 1	Evolución de los pronósticos de crecimiento	16
Cuadro 2	Precios internacionales de productos de exportación	16
Gráfico 1	<i>Spread</i> del EMBI+ para algunos países de América Latina	16
Gráfico 2	Flujos de capital brutos	17

II. SISTEMA FINANCIERO

Cuadro 3	Exposición del sistema financiero a sus principales deudores	21
Cuadro 4	Portafolio de inversión, instituciones financieras	31
Gráfico 3	Activos de los establecimientos de crédito	18
Gráfico 4	Crecimiento real anual de la cartera bruta	19
Gráfico 5	Inversiones de los establecimientos de crédito	20
Gráfico 6	Crecimiento real anual de las captaciones	20
Gráfico 7	Crecimiento real anual de las captaciones por tipo de depósito	20
Gráfico 8	Calidad de cartera por modalidad	22
Gráfico 9	Calidad de cartera por tipo de intermediarios	22
Gráfico 10	Cubrimiento: provisiones / cartera vencida	23
Gráfico 11	Rentabilidad del activo	24
Gráfico 12	Pérdidas acumuladas del sistema financiero desde 1998	24
Gráfico 13	Relación de solvencia	24
Gráfico 14	Composición del portafolio de las AFP según contraparte expuesta	31
Gráfico 15	Composición del portafolio de las AFP según moneda	32
Gráfico 16	Portafolio de las AFP por plazos y moneda	32
Gráfico 17	Portafolio de inversión, compañías de seguros generales y de vida	33
Gráfico 18	Portafolio de inversiones de los FCO y los FCE	34

NOTA AL LECTOR

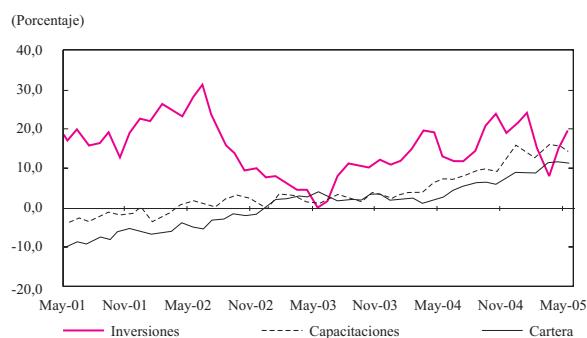
El *Reporte de Estabilidad Financiera* en su séptima edición de julio de 2005 presenta algunos cambios con respecto a ediciones anteriores.

En primer lugar, el *Reporte de Estabilidad Financiera* vuelve a ser una publicación independiente y deja de ser una separata especial de la *Revista del Banco de la República*. En segundo lugar, se hizo un cambio de forma en la presentación de la información: la parte descriptiva del sistema financiero aparece en la primera parte e incluye la exposición y la calidad de cartera de los deudores. Por lo tanto, en la sección dedicada a la situación financiera de los deudores sólo se describe *la salud* de estos. En tercer lugar, se incluyó una nueva sección que analiza los diferentes riesgos que enfrenta el sistema financiero.

RESUMEN EJECUTIVO

Las condiciones externas e internas favorables han permitido que continúe la sólida expansión del sistema financiero colombiano durante los primeros meses de 2005. Esto se ha evidenciado en un crecimiento acelerado de las captaciones de la cartera bruta, las inversiones en poder de los establecimientos de crédito y las instituciones financieras no bancarias.

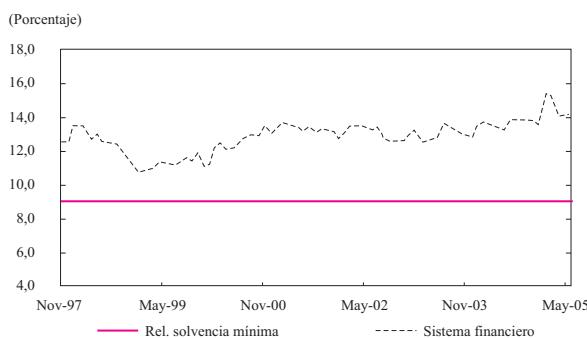
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS PRINCIPALES CUENTAS DEL BALANCE



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

Una recomposición de los pasivos hacia fuentes de fondeo más baratas y una mayor expansión de las carteras con tasas de interés más altas (consumo) han permitido que el margen financiero se incremente. Esto, unido a una mayor intermediación financiera y a una reducción en los niveles de cartera vencida, explica el buen momento que atraviesa la rentabilidad del sistema financiero. Lo anterior se ha traducido en mejoras en la solidez patrimonial de los establecimientos de crédito, que han permitido situar la relación de solvencia en niveles históricamente altos.

RELACIÓN DE SOLVENCIA



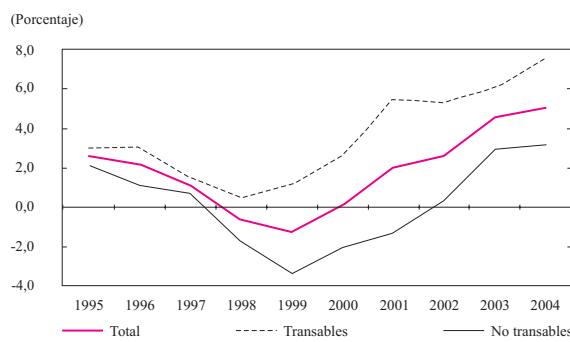
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

RESUMEN

Los bajos niveles de cartera vencida mencionados son el reflejo de mejoras sistemáticas en la solidez de los deudores privados del sistema financiero. En el caso del sector corporativo es posible observar una acelerada dinámica de las ventas que, junto con una reducción de los gastos de funcionamiento, ha redundado en importantes aumentos de la rentabilidad empresarial y de la solidez patrimonial. Al mismo tiempo, las empresas han continuado con la sustitución de fuentes externas de financiamiento, principalmente pasivos en el exterior, en favor de recursos propios. Esta situación, que implica una reducción de su carga financiera, se traduce en una menor vulnerabilidad de estos agentes.

En el caso de los hogares, se aprecian mejoras en sus condiciones financieras, atribuibles a incrementos en las tasas de ocupación y al crecimiento real de los salarios de la industria y el comercio. Lo anterior es la principal causa de la expansión del crédito otorgado a los hogares, particularmente del crédito de consumo.

INDICADOR DE RENTABILIDAD DEL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO



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

Hacia el futuro, las perspectivas de los agentes mantienen su tendencia positiva. En efecto, los empresarios son optimistas con respecto al crecimiento de la economía, la situación de las empresas, la disponibilidad de crédito y el desarrollo de nuevos proyectos de inversión. Por su parte, los hogares consideran que su situación económica continúa mejorando y que es un buen momento para adquirir bienes durables. Estos resultados muestran que la demanda de crédito podría seguir expandiéndose en los próximos meses.

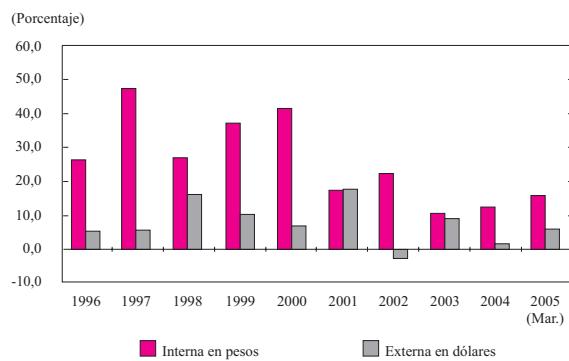
La buena situación del sector privado y el mejor cubrimiento de la cartera vencida por parte de la banca sugieren que el riesgo de crédito no representa, en el corto plazo, un problema significativo para la estabilidad financiera.

El principal factor de riesgo para dicha estabilidad se encuentra en la evolución de la deuda pública, aunque la aprobación reciente de la reforma pensional y los bajos niveles de las tasas de interés lo atenúan. El proceso de endeudamiento del Gobierno ha estado acompañado por una sustitución de deuda externa por interna, y por un aumento en la participación de las inversiones dentro del activo de los establecimientos financieros, lo que ha significado una mayor exposición de los títulos de deuda pública al riesgo de mercado.

RESUMEN

Como consecuencia de esta mayor exposición, los balances de las entidades son más sensibles a cambios en la valoración de las inversiones. Por lo tanto, es conveniente que la regulación avance en los temas de medición y monitoreo, para un mejor manejo del riesgo de mercado. Al respecto, se ha conformado un grupo de trabajo de la Superintendencia Bancaria y del Banco de la República para desarrollar estos temas.

CRECIMIENTO NOMINAL ANUAL DE LA DEUDA DEL SPNF



Fuente: Banco de la República.

En síntesis, el sistema financiero goza de condiciones favorables para su estabilidad y crecimiento. Las condiciones macroeconómicas internas y externas han sido favorables, y los deudores han avanzado en su solidez patrimonial, lo que ha conducido a disminuir el riesgo de crédito. No obstante, la mayor participación de las inversiones dentro del activo de las entidades ha incrementado la exposición al riesgo de mercado, lo que muestra la importancia de avanzar en los temas del manejo de dicho riesgo.

Junta Directiva del Banco de la República





REPORTE DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

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

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas H.

Gerente

SUBGERENCIA MONETARIA Y DE RESERVAS

José Tolosa B.

Subgerente

DEPARTAMENTO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mauricio Avella G. (e)

Director

Carlos Andrés Amaya G.

Esteban Gómez G.

Michel Janna G.

Jimmy Martínez C.

Andrés Murcia P.

Inés P. Orozco H.

David Salamanca R.

Nancy E. Zamudio G.

Camilo Zea G.

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

Las condiciones externas e internas son favorables para la economía colombiana.

Las expectativas acerca del comportamiento de variables macroeconómicas, las cuales son importantes para la salud del sistema financiero y sus deudores, continúan siendo positivas.

A. CONTEXTO EXTERNO

Las condiciones externas continúan siendo favorables para Colombia. En efecto, luego del buen crecimiento económico mundial observado durante 2004, se espera que para 2005 el crecimiento mundial sea sostenido, en un escenario de inflación controlada¹. En cuanto a los socios comerciales colombianos, se espera que el ritmo de crecimiento en 2005 sea menor, pero que continúe en niveles relativamente altos (Cuadro 1). En el caso de los Estados Unidos, a pesar de que el pronóstico de crecimiento del PIB fue revisado a la baja, para 2005 se espera un crecimiento moderado, mientras que para los demás socios se esperan tasas de crecimiento similares a las de 2004.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, se aprecia una relativa calma, luego de la incertidumbre presentada a principios de año. Esta mayor tranquilidad se puede atribuir a los pronunciamientos recientes de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), que sugieren que el ajuste de su tasa de interés de referencia continuará de manera gradual, en el futuro próximo. Esta postura de política parece explicarse por los datos recientes de inflación básica y por unas expectativas de menor crecimiento de esta economía. Dicha situación ha permitido que las primas de riesgo país para las economías emergentes se estabilicen, ubicándose (en el caso del EMBI+) en uno de los niveles más bajos de los últimos cinco años (Gráfico 1).

Todo lo anterior sugiere que las buenas condiciones externas que favorecieron la economía colombiana en 2004, continuaron en la primera parte del presente año. Esto reduce la probabilidad de que se presenten ajustes abruptos en variables críticas como el tipo de cambio, el riesgo país, o los términos de intercambio que

¹ Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, abril de 2005.

CUADRO 1

EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO

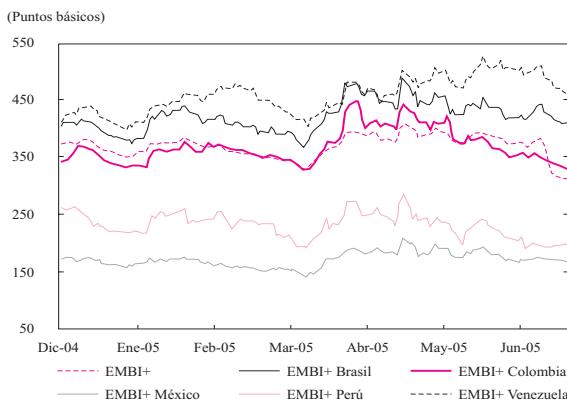
	2004 Observado	2005	
		Mayo	Junio
Principales socios			
Estados Unidos	4,4	3,7	3,4
Ecuador	6,5	3,4	3,5
Venezuela	17,3	5,5	5,6
Otros socios			
Zona del euro	1,8	1,9	1,9
Japón	2,6	1,0	1,0
China	9,5	8,6	8,9
Perú	5,1	4,7	4,7
México	4,4	3,9	3,9
Chile	5,9	5,8	5,8
Argentina	9,0	6,8	6,8
Brasil	5,2	3,7	3,6
Bolivia	3,6	3,3	3,5
Total socios comerciales (*)	7,7	4,1	4,0

(*) Cálculo según exportaciones no tradicionales.

Fuente: Datastream - Consensus, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 1

SPREAD DEL EMBI+ PARA ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA (2004-2005)



Fuente: Bloomberg.

CUADRO 2

PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN

	Promedio			Mayo 2005
	2002	2003	2004	
Petróleo WTI (dólares por barril)	26,12	31,12	41,42	49,85
Carbón australiano (dólares por tonelada)	27,06	27,84	54,70	53,06
Níquel (dólares por tonelada)	6.772,00	9.629,00	13.823,25	16.932,00
Café (centavos de dólar por libra)	65,16	69,45	84,20	129,01
Oro (dólares por onza troy)	310,00	363,50	409,23	421,90

Fuente: Banco Mundial - Pinksheet.

puedan tener impacto en el sistema financiero o en los balances de sus principales clientes.

B. SITUACIÓN DOMÉSTICA

En cuanto a la situación doméstica, se espera que la economía siga una senda de crecimiento similar a la observada durante 2004, liderada por la inversión, la construcción y por los altos precios internacionales de los *commodities* (Cuadro 2). Durante los últimos meses, el consumo privado se ha visto impulsado por mejoras en el empleo, por mayores ingresos derivados de sectores como el cafetero y el incremento en los precios de las acciones. La inversión privada, por su parte, también muestra señales positivas, tal como se desprende del crecimiento de las importaciones de bienes de capital durante el primer trimestre del año. Esta situación ha provocado que tanto el crédito de consumo como el comercial crezcan a tasas reales bastante elevadas. Se espera, además, que durante este año el gasto público crezca, como fruto de rezagos en la ejecución del presupuesto del año pasado.

Todo lo anterior ha ocurrido en un contexto de abundante liquidez, gracias a una política monetaria expansiva, que ha permitido situar las tasas de interés en niveles históricamente bajos. Esta mayor liquidez, ha sido provista sin poner en peligro la meta de inflación de 2005.

El buen contexto interno, junto con la amplia liquidez de los mercados internacionales, ha permitido un flujo importante de financiamiento externo

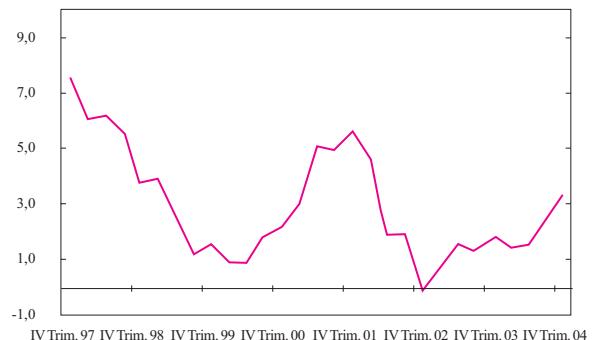
(Gráfico 2), situación que, unida con las condiciones monetarias internas favorables, ha dinamizado tanto el mercado de crédito como el de depósitos en el sistema financiero colombiano, en los últimos meses.

En conclusión, las condiciones internas y externas reseñadas anteriormente, sugieren un entorno macroeconómico despejado y favorable para la estabilidad del sistema financiero colombiano en los próximos meses.

GRÁFICO 2

FLUJOS DE CAPITAL BRUTOS

(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

II. SISTEMA FINANCIERO

Continúa una sólida expansión del sistema financiero, evidenciada por un crecimiento acelerado en la cartera y las inversiones de los intermediarios. Este fenómeno está respaldado por un crecimiento similar en las fuentes de fondeo, tanto en el caso de las captaciones como en el del patrimonio.

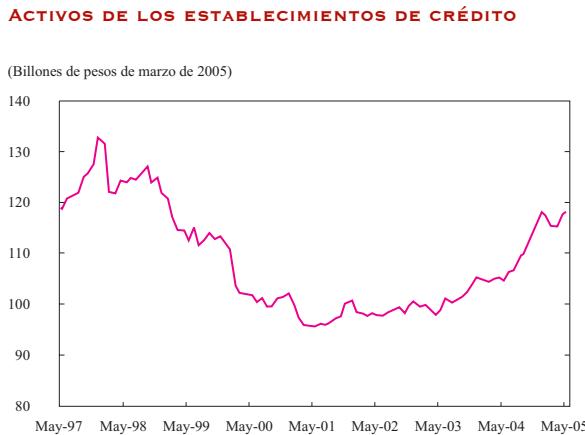
A. ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

En esta sección se discute la evolución de los indicadores relevantes de los establecimientos de crédito, con énfasis en el último trimestre de 2004 y los primeros meses de 2005. Para tal fin, se hará un estudio de las principales tendencias del balance, de la exposición del sistema, de la calidad de la deuda y de la rentabilidad y solidez patrimonial de los intermediarios.

1. Evolución de los principales rubros del balance²

a. Posiciones activas

GRÁFICO 3



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

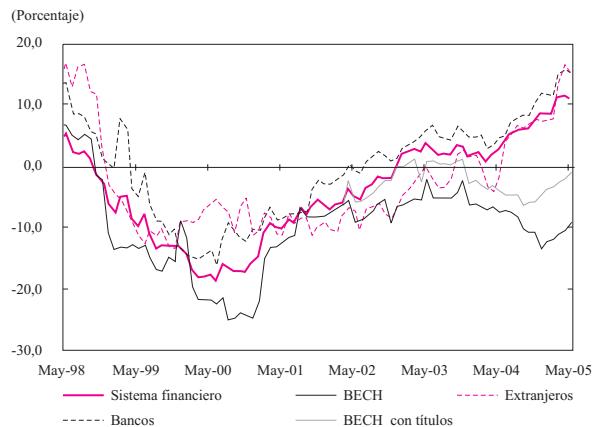
Durante el segundo semestre de 2004, los activos de las entidades de crédito mostraron una dinámica muy positiva, y alcanzaron en diciembre un valor similar al registrado a principios de 1999 (en términos reales). A pesar de una reversión importante durante el primer trimestre de 2005, este acervo alcanzó en mayo la cifra de \$119 billones (b) (Gráfico 3), lo que equivale a un crecimiento real anual, de 13,2%.

Un comportamiento similar al reseñado para los activos se presenta en sus dos componentes principales: la cartera y las inversiones. Para el caso de la cartera, a

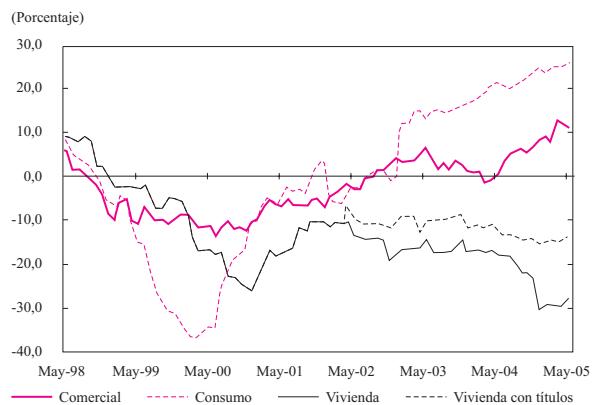
² Los acervos analizados no incluyen el Instituto de Fomento Industrial (IFI).

GRÁFICO 4

CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LA CARTERA BRUTA POR TIPO DE INTERMEDIARIO



POR TIPO DE INTERMEDIARIO



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

partir del segundo semestre de 2004 se observan las tasas de crecimiento real más altas desde 1998 (Gráfico 4). En mayo de 2005 éstas alcanzaron niveles cercanos al 12%³. Al observar la evolución del crédito por tipo de intermediario, es posible resaltar dos hechos importantes: primero, el mayor dinamismo de la cartera de la banca extranjera, reseñado en el anterior *Reporte de Estabilidad Financiera*, se mantiene. Su tasa de crecimiento real anual (15,2%) se ubica casi cuatro puntos porcentuales (pp) por encima de la que registran las entidades nacionales, y es similar a la que muestran los bancos comerciales, el grupo de intermediarios que ha mostrado consistentemente la mejor dinámica crediticia. Y segundo, a pesar de seguir contrayéndose en términos reales (-0,9%), la cartera de los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) (incluidas titularizaciones) presenta un comportamiento cada vez menos negativo.

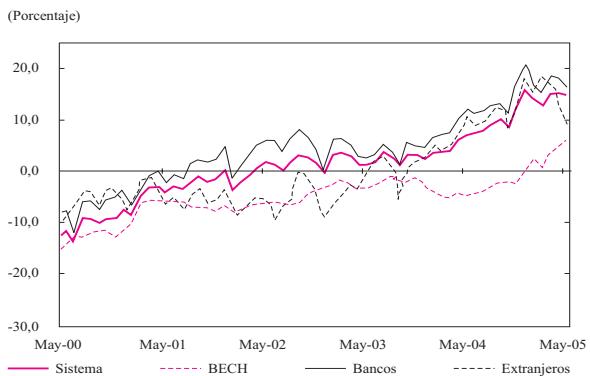
Las tendencias descritas anteriormente reflejan la evolución de las principales modalidades de crédito. En particular, sigue siendo evidente una marcada divergencia entre el comportamiento de la cartera hipotecaria y el de los demás tipos de cartera. Mientras la primera cae 13,5% real anual en mayo de 2005 (27,6%, sin incluir los montos titularizados), se presenta aceleración en el crecimiento de las carteras comercial, de consumo y microcrédito, con tasas de crecimiento real anual, de 11,1%, 25,9% y 61,6%, respectivamente (Gráfico 4).

Por otra parte, un análisis del comportamiento de las inversiones en el balance de los establecimientos de crédito refleja un crecimiento importante en la etapa posterior a la crisis de precios de los TES de abril de 2004, que se mantiene hasta febrero de 2005, en el preámbulo de otro escenario de estrés en los mercados de deuda pública. En particular, la liquidación de posiciones en febrero, como resultado de la anticipación de los agentes a variaciones en la tasa de interés de la Reserva Federal, y la caída en precios de marzo de 2005 ocasionaron una reducción importante en el valor de las inversiones en poder de las entidades de crédito. Sin embargo, una corrección de estos movimientos, entre abril y mayo, permite que las tasas de crecimiento real anual en este último mes alcancen 19,7%, un nivel similar a los niveles registrados desde mediados de 2003 (Gráfico 5).

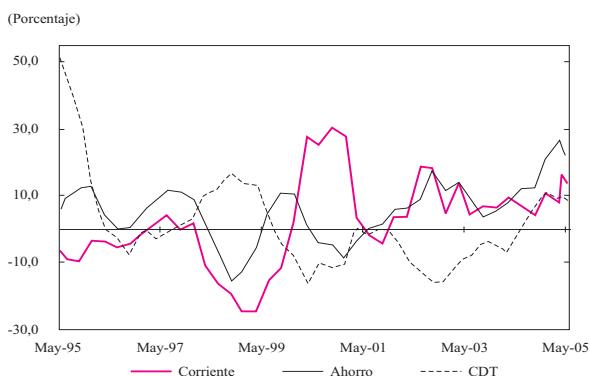
³ Tasas de crecimiento correspondientes a la cartera ampliada con *leasing* y titularizaciones. Por tratarse de variaciones anuales, no se ven afectadas por la desaceleración estacional que se observa en el primer trimestre del año.

GRÁFICO 5**INVERSIONES DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 6**CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS CAPTACIONES**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 7**CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS CAPTACIONES POR TIPO DE DEPÓSITO**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

b. Posiciones pasivas

La expansión presentada en los dos componentes principales del activo también se registra en las captaciones de los establecimientos de crédito, que alcanzaron \$83,5 b en mayo de 2005, y muestran así un crecimiento anual de 14,7% real, en promedio, en los últimos seis meses. Este monto es, en términos reales, similar a los registrados durante el preámbulo de la crisis del sistema financiero. Este crecimiento no está distribuido igualmente entre los distintos tipos de intermediarios, y continúa liderado por los bancos comerciales (crecimiento real anual de 16%, en mayo). Adicionalmente, hay que resaltar que en lo corrido de 2005, las captaciones de los BECH han registrado tasas de crecimiento real anual positivas, algo que no se presentaba desde principios de 1998. Para el mes de mayo, en particular, la tasa de crecimiento real anual alcanza 6,5%. Por otra parte, las captaciones de las entidades extranjeras, que habían registrado un crecimiento mayor al del total del sistema, se desaceleran entre abril y mayo de 2005, y alcanzan en este último mes una tasa de crecimiento de 8,6%, la mitad de la registrada en el primer trimestre del año (Gráfico 6).

Esta dinámica de las captaciones se refleja en el crecimiento de sus principales componentes. Los depósitos de ahorro continúan liderando el crecimiento con tasas de crecimiento de 21,6% real anual, en promedio, para el período comprendido entre noviembre de 2004 y mayo de 2005. Aunque la dinámica de los certificados de depósito a término (CDT) es menor, hay que resaltar su crecimiento de 10% real anual, en promedio, para el período reseñado. Lo anterior es particularmente notable si se tiene en cuenta que este tipo de depósitos no había tenido crecimientos reales positivos durante los últimos cinco años (Gráfico 7).

2. Exposición del sistema financiero a sus deudores

El monto adeudado por los principales clientes del sistema financiero alcanzó \$89,6 b en abril de 2005⁴, una

⁴ La exposición del sistema financiero a sus principales deudores se approxima como la suma de cartera e inversiones voluntarias en títulos no participativos en el balance de los establecimientos de crédito.

cifra superior en 12,5%, en términos reales, a la registrada en el mismo mes del año anterior. La participación de este monto en el total de activos ha tendido a estabilizarse desde mediados de 2004. En abril de 2005, registró un nivel de 76,2% (Cuadro 3).

Al analizar la exposición por tipo de deudor, se encuentra que el endeudamiento del sector corporativo privado es el componente más dinámico, ya que se expande a tasas superiores a 16% real anual, como consecuencia de la recuperación del crecimiento de la cartera comercial en el primer trimestre de 2005.

De forma similar a lo señalado en versiones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la deuda del sector público continúa creciendo a ritmos más acelerados que la deuda total. Para abril de 2005, esta deuda muestra un crecimiento real anual de 15%, explicado, principalmente, por la buena dinámica de los títulos del Gobierno. Esto se presenta a pesar del breve período de estrés⁵ en el mercado de deuda pública registrado entre marzo y abril de 2005, que se normalizó al final de este último mes. Por tanto, de seguir con la dinámica de acumulación de títulos de deuda exhibida anteriormente, puede esperarse que la exposición del sistema financiero al sector público siga aumentando.

El sector financiero aumentó su exposición al sector público y a las empresas, y la disminuyó a los hogares.

⁵ Durante éste, el sistema financiero liquidó posiciones en TES B como respuesta a la expectativa de aumentos en tasa de interés por encima del esperado previamente, como resultado de los anuncios de la Fed. No obstante, esta tendencia se revirtió dado que el mercado de deuda pública se estabilizó ante las realizaciones de las tasas y los agentes del sistema financiero aumentaron de nuevo sus tenencias de bonos públicos.

CUADRO 3

EXPOSICIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO A SUS PRINCIPALES DEUDORES

Tipo	Abril 2004		Abril 2005		Crecimiento real Porcentaje
	Billones de pesos de marzo de 2005	Porcentaje	Billones de pesos de marzo de 2005	Porcentaje	
Sector público					
Cartera	4,9	6,1	4,6	5,1	(6,1)
Títulos	21,4	28,9	25,6	28,6	19,8
Total	26,3	33,0	30,2	33,8	15,0
Sector corporativo privado					
Cartera	30,6	38,4	35,5	39,6	16,1
Títulos	0,3	0,4	0,5	0,5	65,0
Total	30,9	38,7	36,0	40,1	16,5
Sector hogares					
Cartera	21,2	26,6	21,1	23,6	(0,3)
Consumo	10,9	13,7	13,6	17,1	24,9
Hipotecaria	10,1	12,6	7,1	8,9	(29,2)
Titularizaciones	1,3	1,6	2,3	2,5	73,7
Total	22,5	28,2	23,4	26,1	4,0
Total monto expuesto	79,7	100,0	89,6	100,0	12,5
Monto expuesto sobre activos		75,9		76,2	0,0

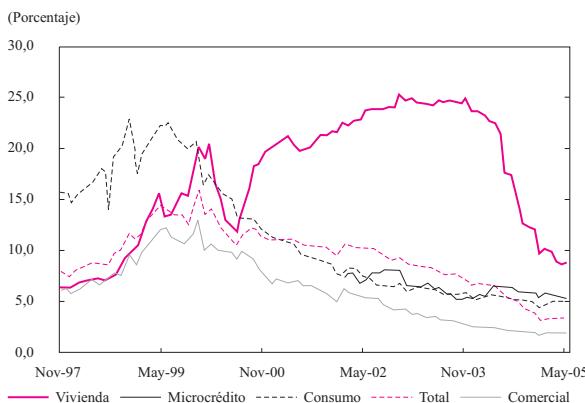
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

En el caso de la deuda de los hogares, se observa un contraste marcado entre el comportamiento de la deuda hipotecaria y el de la cartera de consumo. Mientras la segunda muestra una tasa de crecimiento muy por encima de la del total del monto expuesto (25%), la caída de la cartera hipotecaria, incluidas las titularizaciones, alcanza el 17,4 % real anual en abril de 2005. Lo anterior hace que la expansión de la deuda de los hogares sea sólo del 3,2%.

Como consecuencia de los comportamientos descritos, la deuda de los hogares presenta una reducción en su participación en el monto total expuesto; en marzo de 2005 llega a 26,1%, 2 pp menos que en el mismo mes del año anterior. Adicionalmente se observa una recomposición al interior de la deuda de los hogares, que empieza a representarse mayoritariamente por la cartera de consumo (58% en abril).

GRÁFICO 8

CALIDAD DE CARTERA POR MODALIDAD



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

3. Calidad y cubrimiento de la deuda

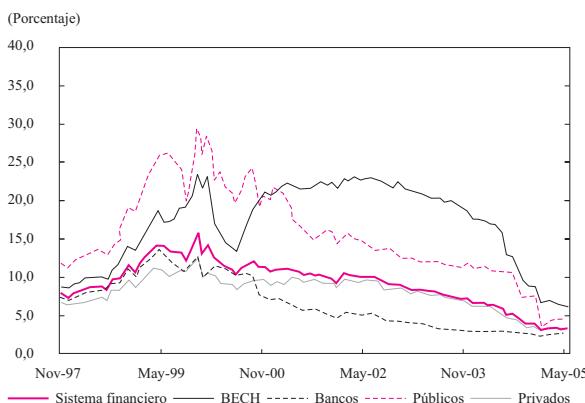
La reducción en la razón de cartera vencida a cartera bruta, reseñada en ediciones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera*, continuó durante el segundo semestre de 2004, y alcanzó en diciembre el menor valor de los últimos 10 años (3,2%). A partir de entonces, este indicador ha oscilado alrededor del mínimo histórico; registró 3,4% en mayo de 2005. Al discriminar entre las distintas modalidades de crédito, se pueden observar diferencias en la evolución reciente de los niveles de calidad (Gráfico 8).

Así, en el último mes reseñado, la calidad de la cartera hipotecaria registra un nivel de 8,9%, mayor a los exhibidos por la cartera comercial (1,9%), de consumo (4,9%) y de microcrédito (5,3%). Sin embargo, en el caso de la cartera hipotecaria, se observa una reducción mucho más acelerada del indicador, que cae 13 pp con respecto al mismo mes del año anterior. Para el resto de modalidades de crédito, el indicador de calidad permanece estable, de manera que se evidencia un proceso de convergencia en el perfil de riesgo de los diferentes deudores del sistema financiero.

Una lectura similar puede hacerse del perfil de riesgo de la cartera de los distintos intermediarios financieros. En mayo, la participación de la cartera vencida en la cartera bruta llega a 6,4%, para el caso de los BECH, y a 2,6% para los bancos (Gráfico 9). A pesar de que se mantiene una diferencia de más de 3 pp, ésta corresponde a la tercera parte de la registrada un año antes. Este proceso es aún más claro si se comparan

GRÁFICO 9

CALIDAD DE CARTERA POR TIPO DE INTERMEDIARIOS



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

los indicadores de las entidades públicas y privadas que registran 4,4% y 3,3%, respectivamente.

El proceso de convergencia descrito anteriormente obedece principalmente a una mejora en el perfil de riesgo de la cartera hipotecaria, asociada con la reducción del acervo de cartera vencida de los BECH, a través de tres hechos fundamentales: la titularización de cartera hipotecaria vencida en junio y octubre de 2004; la venta de una parte importante de la cartera hipotecaria peor calificada a Central de Inversiones (CISA), por parte de entidades públicas; y el castigo de una parte de la cartera para mejorar el balance de las entidades.

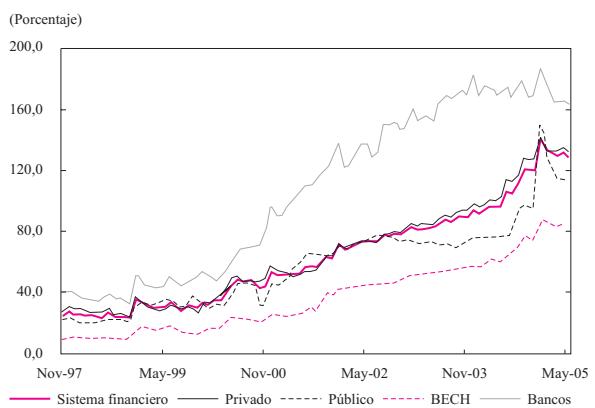
Como resultado del proceso anterior, es posible señalar que el perfil de riesgo de la cartera de los hogares ha mejorado sustancialmente, debido al comportamiento de la calidad de la cartera hipotecaria. Sin embargo, la estabilización de la tendencia decreciente de los indicadores para la cartera de consumo y las altas tasas de crecimiento de ésta plantean la necesidad de vigilar la capacidad de pago de los deudores, para moderar el riesgo de enfrentar un deterioro de este tipo de cartera en el futuro.

A pesar de que el crecimiento de la cartera expuesta al sector corporativo se ha recuperado en los últimos meses, la probabilidad de un deterioro de la calidad de esta cartera parece ser menor, debido, principalmente, a que no presenta un crecimiento acelerado, como la cartera de consumo, y a un nivel históricamente bajo del riesgo de crédito que representa. Por otra parte, la expansión acelerada de las carteras de consumo y microcrédito puede ser un motivo de preocupación en un futuro, si está asociada al relajamiento de las políticas de otorgamiento de crédito de los intermediarios, situación en la cual podría presentarse un deterioro en la calidad de la cartera (Gráfico 10).

A pesar de lo anterior, los altos niveles de cubrimiento que registra la cartera atenúan las preocupaciones antes mencionadas. En particular, el índice de cubrimiento, calculado como la razón entre provisiones y cartera vencida, aumenta 9 pp entre noviembre de 2004 y mayo de 2005, y alcanza un nivel de 129% en este último mes. Este comportamiento se presenta en todos los grupos de intermediarios. Hay que notar, sin embargo, que los BECH registran aún niveles de cubrimiento mucho menores que el total del sistema (82%), y que la brecha existente se ha incrementado hasta alcanzar 47 pp en mayo de 2005, casi 10 puntos más que en el mismo mes del año anterior. Adicionalmente, se mantiene un menor dinamismo del cubrimiento en el caso de las entidades públicas, que, con excepción del mes de diciembre de 2004⁶, registran

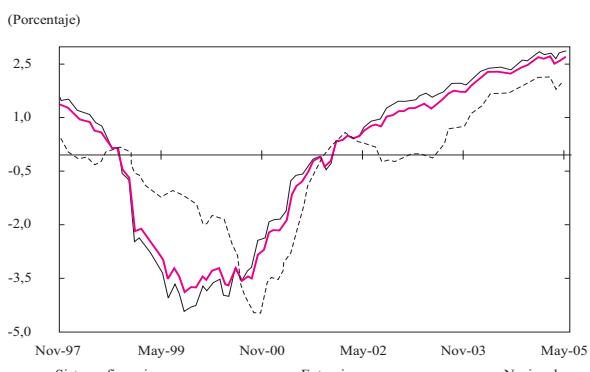
GRÁFICO 10

CUBRIMIENTO: PROVISIONES / CARTERA VENCIDA

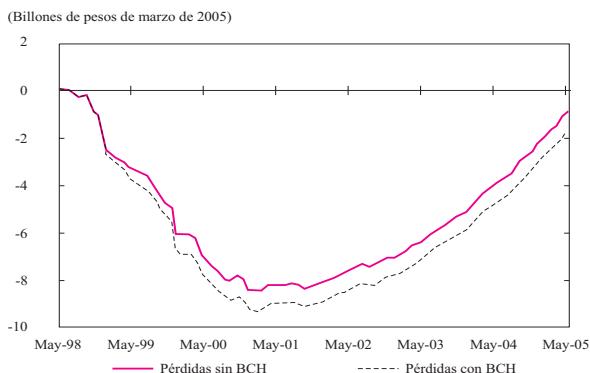


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

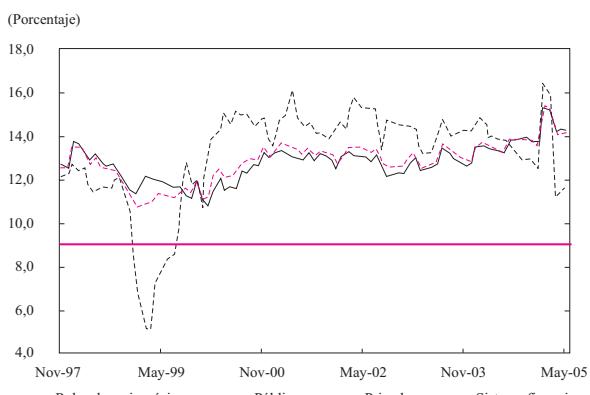
⁶ Este comportamiento anómalo tiene que ver con la venta de una parte importante de la cartera de peor calidad de estas entidades y la posterior reversión de las provisiones asociadas.

GRÁFICO 11**RENTABILIDAD DEL ACTIVO**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 12**PÉRDIDAS ACUMULADAS DEL SISTEMA FINANCIERO DESDE 1998**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 13**RELACIÓN DE SOLVENCIA**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

aumentos en los niveles de cubrimiento inferiores al resto del sistema.

4. Rentabilidad y solidez patrimonial

La tendencia creciente que había registrado la rentabilidad de los establecimientos de crédito a lo largo de 2004 parece detenerse en el mes de diciembre. Desde entonces, el indicador de rentabilidad del activo (ROA) ha oscilado alrededor de 2,7%, con una caída leve en el mes de marzo de 2005, asociada con las pérdidas por valoración de inversiones que se presentaron por la crisis de precios de los TES. Los indicadores de la mayoría de subgrupos de los establecimientos de crédito han convergido al nivel del total del sistema, solamente se mantiene una brecha importante entre la rentabilidad de los intermediarios extranjeros y los nacionales, que registran a mayo indicadores de 1,9% y 2,9%, respectivamente (Gráfico 11).

A mayo de 2005, las utilidades de los últimos 12 meses alcanzaron \$3 b, una cifra superior en 30% a las registradas en el mismo mes del año anterior, y en casi 50% a las registradas antes de la crisis. Hay que aclarar, sin embargo, que a pesar del buen momento por el que atraviesan las utilidades del sector, el resultado acumulado desde 1998 aún es negativo. En otras palabras, las utilidades registradas desde finales de 2001 no han alcanzado en monto a las pérdidas registradas durante los años de la crisis (Gráfico 12). El balance registrado en mayo indicaba pérdidas por \$1,7 b para el sistema financiero (\$0,9 b si no se incluye el Banco Central Hipotecario, BCH).

El buen desempeño de las utilidades es consistente con la consolidación patrimonial de las entidades. La relación de solvencia de los establecimientos de crédito se mantuvo por encima del 14% en los cinco primeros meses de 2005, un nivel superior en cinco pp al mínimo exigido por la Superintendencia Bancaria (Gráfico 13). Adicionalmente, el valor del indicador es similar a los máximos alcanzados entre 1995 y 1997, aunque en ese período no se exigía capital ante riesgos de mercado como se hace ahora. A diferencia de los demás subgrupos de intermediarios del sistema financiero, las entidades públicas presentan una tendencia decreciente en la relación de solvencia hasta alcanzar un nivel de 11,7% en abril de 2005, uno de sus niveles más bajos desde 1999.

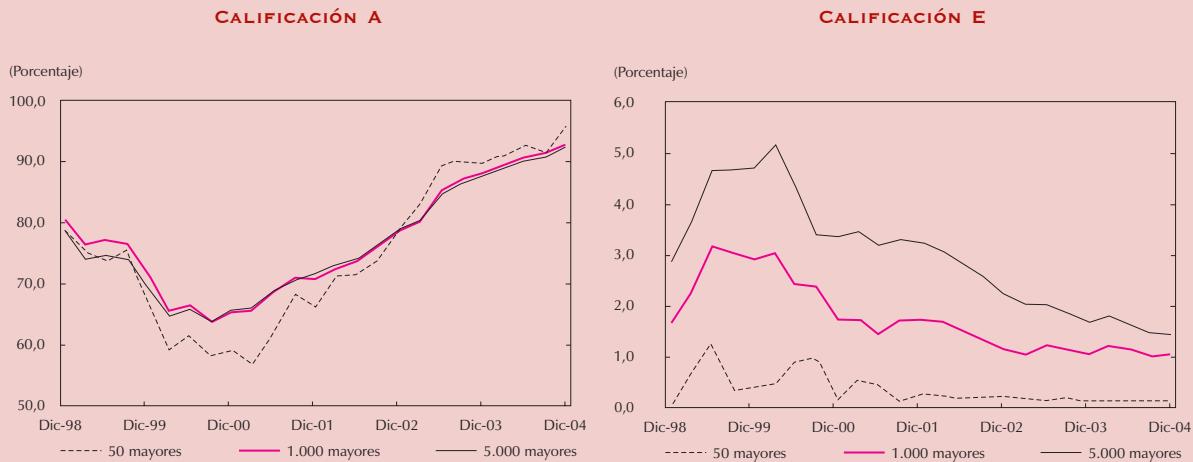
En todo caso, el nivel de solvencia actual no representa una restricción para sostener el nivel de crecimiento que registra la cartera de los establecimientos de crédito. De la misma manera, el buen comportamiento exhibido por las captaciones garantiza el fondeo de este tipo de operaciones.

CONCENTRACIÓN Y CALIDAD DE LA CARTERA DE LAS EMPRESAS

En diciembre de 2004, la concentración de la cartera comercial privada solo tuvo una pequeña disminución, en comparación con la del mismo mes de 2003. El porcentaje de la cartera comercial en manos de los 50 mayores deudores corporativos privados, que fue igual a 20,7% en 2003, disminuyó a 18,5% en 2004; lo mismo sucedió con los 1.000 deudores mayores para quienes la concentración disminuyó de 64,5% a 62,1%, y con los 5.000, para quienes se redujo de 81,9% a 80,5%.

La calidad de la cartera de los principales deudores continuó mejorando en diciembre de 2004. El porcentaje de cartera tipo A, para los 5.000 mayores deudores, alcanzó 92,2%, mientras que el porcentaje de cartera tipo E se redujo a 1,4% (Gráfico R1. 1).

**GRÁFICO R1.1
EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD DE LA CARTERA POR CONCENTRACIÓN DE DEUDORES**



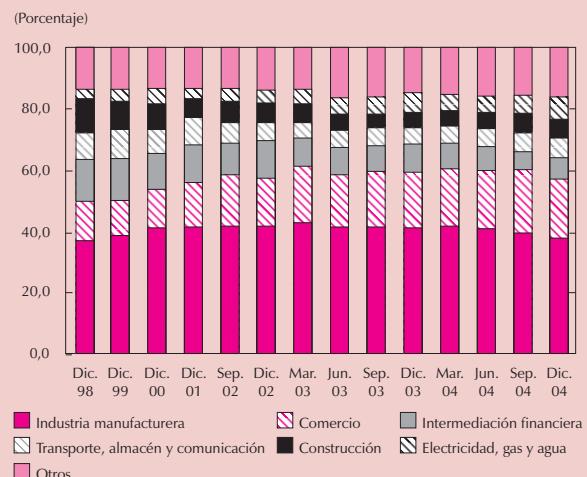
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

La distribución de la cartera comercial privada, por sectores económicos, presentó una leve variación en diciembre de 2004. La industria y el transporte disminuyeron su participación, y la construcción y el sector de electricidad, gas y agua la incrementaron (Gráfico R1. 2).

La evolución de la calidad de la cartera por sectores económicos registró un incremento de la cartera tipo A para todos, con excepción del sector comercial; y una disminución de la cartera tipo E, en la que se destaca la construcción, para la cual disminuyó durante todo 2004.

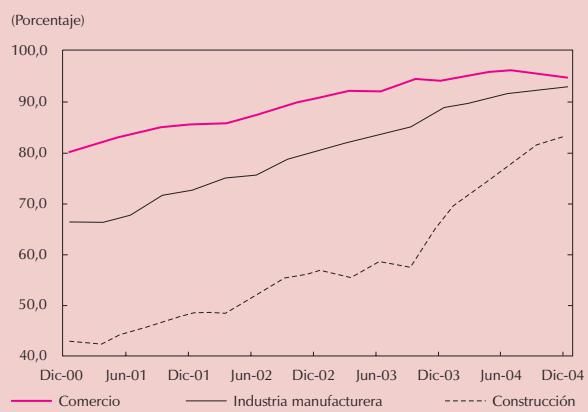
**GRÁFICO R1.2
CARTERA COMERCIAL PRIVADA POR RAMAS ECONÓMICAS**

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

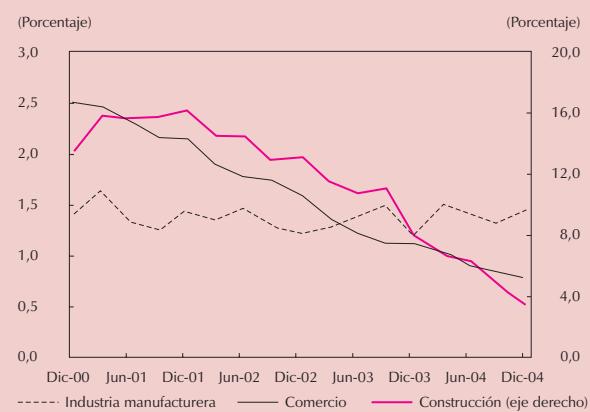


EVOLUCIÓN DE LA CARTERA

CALIFICACIÓN A



CALIFICACIÓN E



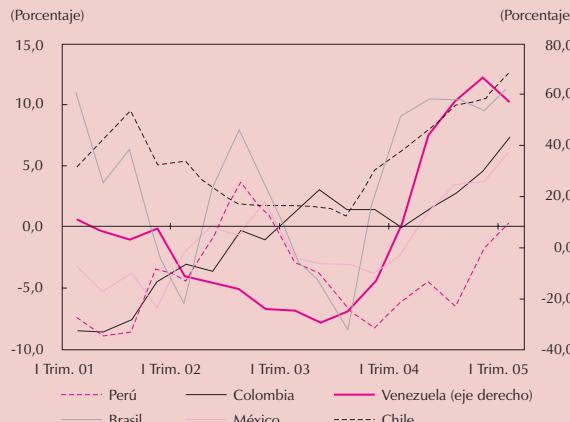
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE ALGUNOS INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO

En este recuadro se examinan algunos de los indicadores del sistema bancario colombiano y de otros países de América Latina¹. Con esto se pretende comparar los indicadores de eficiencia, rentabilidad y calidad de cartera de nuestro sistema frente a estándares internacionales.

En lo que respecta a la cartera de créditos, ésta comenzó a acelerarse a partir de 2004 en Colombia y México y, en mayor medida, en Venezuela, en la cual se registró una tasa de crecimiento real anual, a diciembre, de 67,2%, como resultado de la recuperación económica después de la inestabilidad sufrida durante 2003. En Brasil y Chile este proceso comenzó desde finales de 2003; y, después de Venezuela, son los sistemas que presentan las mayores tasas de crecimiento. A diciembre de 2004 el único país que no logró una tasa de crecimiento real positiva de la cartera de créditos fue Perú (Gráfico R2.1).

GRÁFICO R2.1
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL REAL DE LA CARTERA DE CRÉDITOS BRUTA



Fuente: Superintendencias bancarias de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

En el primer trimestre de 2005 el proceso de aceleración del crédito continuó para la mayoría de países, excepto para Venezuela, aunque su tasa de crecimiento continúa todavía muy alta. Perú registró la primera tasa de crecimiento positiva desde finales de 2002.

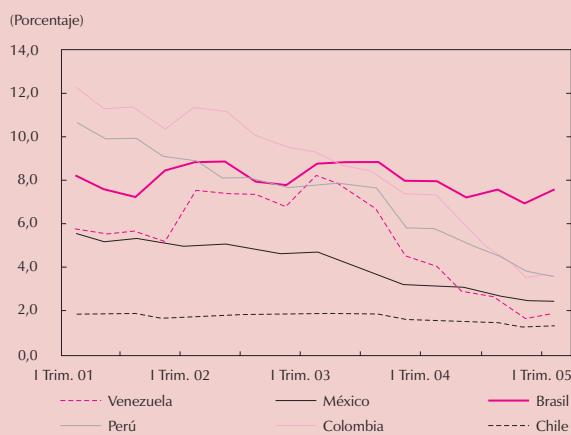
El índice de morosidad ha disminuido considerablemente para Colombia, México, Perú y Venezuela. En este último, a pesar de que la cartera vencida se ha reducido, la caída del indicador se debe principalmente al aumento de la cartera total. A marzo de 2005, se registró

¹ Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela.

un indicador de 3,6% para Colombia y Perú, el cual está por encima del presentado por México, Chile y Venezuela. La calidad de la cartera en Chile y Brasil ha permanecido constante en los últimos años, oscilando alrededor de 1,6%, para Chile, y de 7,9% para Brasil, país en el cual continuó deteriorándose en el primer trimestre de 2005 (Gráfico R2.2).

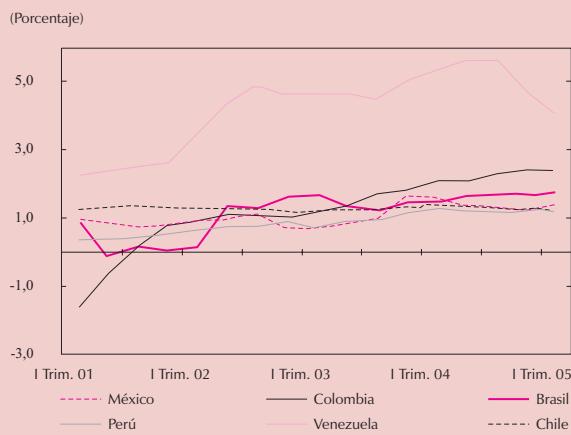
La rentabilidad del sistema bancario colombiano aumentó durante 2004 y se mantuvo en 2,4% en el primer trimestre de 2005. Comparado con el resto de sistemas², los cuales registraron rentabilidades menores a 2% durante el primer trimestre del año, Colombia presentó la mayor rentabilidad del activo (Gráfico R2.3).

**GRÁFICO R2.2
CALIDAD DE LA CARTERA: CARTERA VENCIDA / CARTERA BRUTA**



Fuente: Superintendencias bancarias de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO R2.3
RENTABILIDAD DEL ACTIVO: UTILIDAD NETA / ACTIVO**

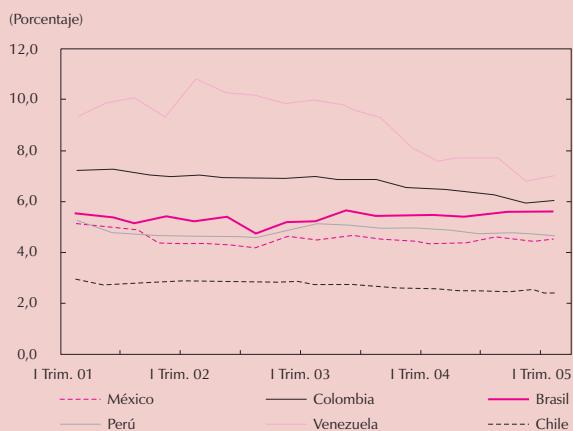


Fuente: Superintendencias bancarias de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

² Con excepción de Venezuela, cuya rentabilidad del activo fue igual a 4% en marzo de 2005.

El indicador de eficiencia, medido como la proporción de gastos administrativos y laborales sobre activos, ha permanecido constante en el último año para todos los países. Chile presenta un indicador promedio de 2,6% en los últimos cuatro años; para México, Perú y Brasil oscila entre 4% y 5%, y en Colombia está alrededor de 6,7%. A pesar de que la eficiencia del sistema bancario colombiano ha venido en aumento, los gastos representan todavía un porcentaje importante de los activos, en comparación con el resto de países analizados. El mayor indicador (menor eficiencia) se registró en Venezuela, donde alcanzó niveles cercanos a 7%, en marzo de 2005, y a 9%, en promedio, durante los últimos años (Gráfico R2.4).

GRÁFICO R2.4
EFICIENCIA: GASTOS ADMINISTRATIVOS Y LABORALES / ACTIVOS



Fuente: Superintendencias bancarias de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

Los márgenes de intermediación, considerados como otro indicador de eficiencia, muestran resultados similares (Cuadro R2.1). El margen de tasas implícitas (Margen 1) muestra para Colombia un aumento de 2002 a 2005, sin embargo, la cifra a marzo de 2005 (8,4%) es inferior a la del mismo mes de 2004 (8,5%). Colombia se encuentra por debajo del promedio de sus pares de América Latina.

El margen financiero bruto (Margen 2) aumentó para Colombia de 2002 a 2005, pero presentó una reducción considerable a marzo de 2005 (8,4%), comparado con el mismo mes del año anterior (8,8%). En este caso, Colombia se encuentra por encima del promedio de sus pares de América Latina. Los casos de Brasil y Venezuela llaman la atención: el primero, por tener un acervo de activos muy alto y una proporción de cartera/activos muy baja, que hace que los ingresos financieros sobre los activos no sean mayores; y el segundo, por presentar un mayor crecimiento de los activos, con respecto al presentado por la diferencia entre ingresos y gastos financieros.

En conclusión, los sistemas bancarios de América Latina presentan un panorama favorable. La recuperación de la cartera de crédito que se inició en 2003 continúa en 2005 acompañada de

una mejora en sus indicadores de calidad. En los últimos años el indicador de rentabilidad ha sido positivo y el de eficiencia se ha mantenido más o menos constante, aunque alto (menor eficiencia) en el caso colombiano.

**CUADRO R2.1
MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN**

País	Márgen 1		Márgen 2	
	2002	2005	2002	2005
Brasil	18,39	16,26	4,02	5,25
Chile	4,39	3,83	4,81	4,22
Colombia	7,78	8,43	8,01	8,41
México	4,55	6,94	4,41	5,36
Perú (*)	7,53	9,14	5,32	5,63
Venezuela	20,34	11,99	11,79	7,41
Promedio	10,50	9,43	6,39	6,05

(*) El margen 1 incluye comisiones.

Márgen 1 = (ingresos intereses / cartera) - (egresos intereses / pasivos con costo).

Márgen 2 = (Ingresos financieros - egresos financieros) / activos.

Fuente: Superintendencias bancarias de cada país, Banco Central de Brasil, cálculos del Banco de la República.

B. INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS

En este aparte del *Reporte de Estabilidad Financiera* se analizan las instituciones financieras no bancarias más importantes del país: las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las compañías de seguros de vida y generales (no se incluye información acerca de cooperativas de seguros), los fondos comunes ordinarios (FCO) y los fondos comunes especiales (FCE), administrados por las sociedades fiduciarias. El Cuadro 4 deja ver la importancia de estos y su crecimiento en los últimos dos años.

1. Administradores de fondos de pensiones

a. Crecimiento del portafolio

El valor de los fondos administrados por las AFP ha mantenido su tendencia creciente. En febrero del presente año representaron \$37,0 b. El crecimiento real anual del valor del portafolio manejado por estas instituciones fue del 20,8%. Este comportamiento se explica, en parte, por el aumento en la cantidad de afiliados activos, los cuales, en diciembre de 2004 ascendieron a 2,8 millones, lo que implica un crecimiento anual del 12%. Otro factor que ayuda a explicar este comportamiento es la rentabilidad obtenida por las AFP. Para los fondos de pensiones obligatorias la rentabilidad real llegó al 10,96% efectivo anual, en los últimos tres

*El portafolio de las
AFP sigue muy
expuesto a títulos de
deuda pública.*

PORTAFOLIO DE INVERSIÓN, INSTITUCIONES FINANCIERAS

	2002		2003		2004	
	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje del PIB
Establecimientos de crédito						
Inversiones	24,93	12,2	28,81	12,5	36,93	14,4
Cartera	46,40	22,7	49,77	21,6	56,11	21,9
Total establecimientos de crédito	71,33	34,9	78,58	34,2	93,03	36,3
Instituciones financieras no bancarias						
Pensiones obligatorias	15,67	7,7	20,34	8,8	26,44	10,3
Pensiones voluntarias	2,96	1,5	3,77	1,6	4,49	1,8
Cesantías	2,341	1,2	2,74	1,2	3,19	1,2
Seguros generales	2,12	1,0	2,47	1,1	2,84	1,1
Seguros de vida	2,78	1,4	3,55	1,5	4,38	1,7
FCO	3,39	1,7	3,98	1,7	4,52	1,8
FCE	1,25	0,6	1,83	0,8	1,93	0,8
Comisionistas de bolsa (*)	1,45	0,7	1,30	0,6	1,67	0,7
Total instituciones financieras no bancarias	32,03	15,6	39,98	17,38	49,4	19,3
Total	103,36	50,5	118,56	51,58	142,43	55,6

(*) Fondos administrados por éstas.
Fuente: Superintendencias Bancaria, y de Valores y DANE, cálculos del Banco de la República.

años, un rendimiento superior en 5,75 pp, al mínimo real exigido. En el caso de los fondos de cesantías, la rentabilidad real fue del 6,45% durante los últimos dos años, cuando la rentabilidad real mínima exigida fue del 2,33%.

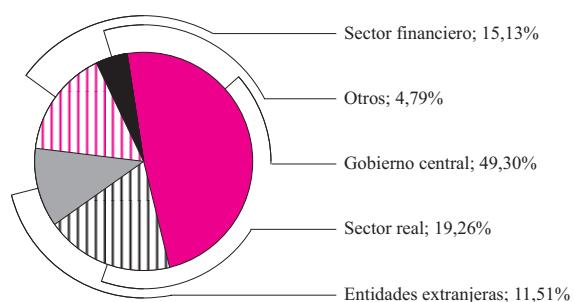
b. Composición del portafolio

1) Clasificación por clase de activo y contraparte

Desde la última edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*, la composición del portafolio administrado por las AFP ha sufrido pocos cambios. La exposición al Gobierno central se mantuvo prácticamente inalterada, y representó un 49,3% en el total del portafolio (Gráfico 14). Por otro lado, hubo cambios marginales que señalan un ligero incremento en la exposición al sector real y al sector externo⁷.

GRÁFICO 14

COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LAS AFP SEGÚN CONTRAPARTE EXPUESTA, FEBRERO DE 2005



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

⁷ Las inversiones en el exterior en septiembre de 2004 equivalía a un 11,0% del portafolio total de las AFP.

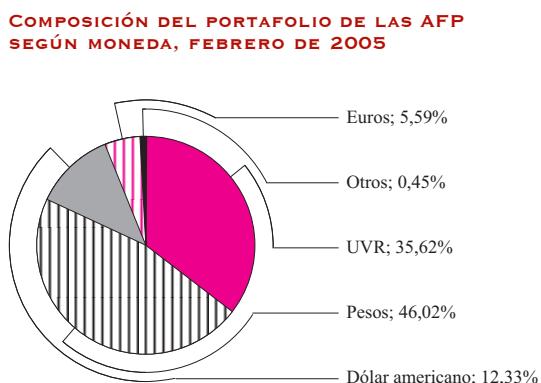
La composición del portafolio de las AFP varía en los diferentes fondos. Para el caso de los fondos de cesantías, la exposición al sector público es mucho mayor que para los fondos de pensiones voluntarias y obligatorias. Para los primeros, los títulos de deuda pública en el portafolio representan el 67%, seguido en orden por el sector real, el sector financiero y el sector externo. En los fondos de pensiones la participación de estos títulos es de 47,5% para obligatorias y de 43,7% para voluntarias.

2) Descomposición por plazos y monedas

A febrero de 2005, la participación de las diferentes monedas en el portafolio de las AFP ha tenido algunos cambios con respecto a la última edición del *Reporte de Estabilidad Financiera*. La participación del portafolio denominado en pesos se

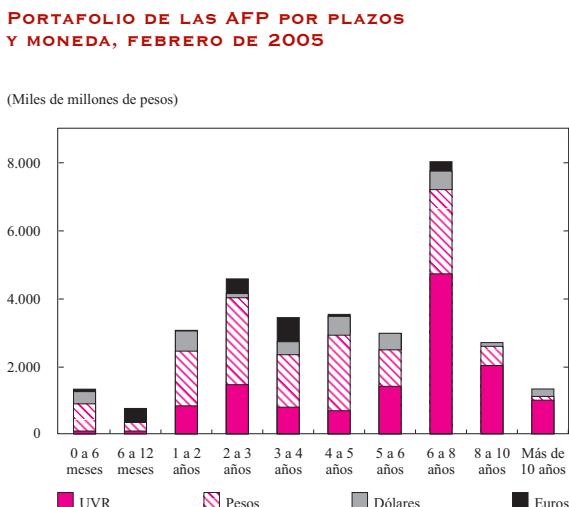
incrementó al pasar de 38,3% a 46,0%, entre septiembre de 2004 y febrero de 2005. La participación de activos denominados en unidad de valor real (UVR) disminuyó ligeramente para el mismo período. La denominación en estos dos componentes representa la mayoría del portafolio de las AFP (Gráfico 15). A pesar de la alta exposición a UVR es necesario recordar que los pasivos de las AFP se encuentran indexados a la inflación, lo que reduce el riesgo a esta denominación. La participación del portafolio denominado en dólares pasó de 18,1%, en septiembre de 2004, a 12,3% a febrero de 2005, lo que confirma la tendencia decreciente de los últimos meses a causa, principalmente, de la revaluación.

GRÁFICO 15



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 16



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

Se destaca que aun cuando la participación del dólar americano ha disminuido, ésta continúa como la principal moneda extranjera a la cual el portafolio de las AFP está expuesto. Vale la pena resaltar la disminución en el portafolio descubierto ante variaciones en la tasa de cambio de las AFP. En el caso de los fondos de pensiones obligatorias, el porcentaje de portafolio descubierto llegó al 8,1% en febrero de 2005, y mantuvo su tendencia decreciente. En el mismo mes del año pasado, este porcentaje se ubicaba en 13,5%. Para los fondos de pensiones voluntarias se redujo la exposición al pasar de 28,1% a 13,9% para el mismo período. Y, finalmente, para los fondos de cesantías, pasó de 12,8% a 7,7%.

La alta concentración en instrumentos con plazo menor a 10 años continúa como una característica del portafolio de las AFP (Gráfico 16), dado que el

95,8% de sus inversiones tiene un vencimiento menor a 10 años. Lo anterior contrasta con la alta concentración de afiliados con edades inferiores a los 40 años⁸. El desarrollo de los instrumentos financieros de más largo plazo, tanto por el sector público como por el privado, ayudará a que las AFP ajusten la duración de su portafolio de manera más acorde con la edad de jubilación de sus afiliados.

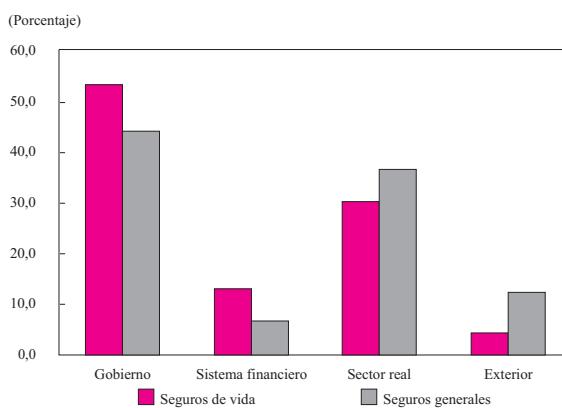
2. Seguros de vida y generales

Después de las AFP, las compañías de seguros son los inversionistas institucionales más importantes. A marzo de 2005, los activos de las compañías de seguros de vida llegaron a los \$5,64 b, y los de las compañías de seguros generales alcanzaron \$5,32 b. Durante todo el año pasado, éstas recibieron ingresos por primas del orden de \$2,35 b y \$3,63 b, respectivamente, lo que equivale a tasas de crecimiento reales de 4,39% y -2%. En lo corrido de este año las primas emitidas llegan a \$0,57 b y a \$0,81 b, respectivamente. Una parte importante de los recursos obtenidos por la colocación de primas se invierte en el sistema financiero y en el mercado de capitales, como respaldo de las reservas que estas compañías constituyen para atender así los posibles siniestros. A marzo de 2005, el portafolio de inversión de las compañías de seguros de vida alcanzó \$4,62 b, 1,21 veces más que la reserva técnica. En el caso de las compañías de seguros generales, el portafolio de inversión ascendió a \$2,8 b lo que equivale a 1,14 veces más que la reserva técnica⁹. En términos de capital mínimo, para seguros de vida, el observado es 2,95 veces el mínimo, mientras que para seguros generales es 3,33 veces.

Tal como se muestra en el Gráfico 17, los principales deudores del sector asegurador son el Gobierno, con 53% para seguros de vida y 44% para seguros generales, y el sector real con 30% y 37%, respectivamente. Examinando la exposición por entidad, es posible encontrar varias compañías que tienen una alta concentración del riesgo en uno de estos deudores. Para el caso de seguros de vida, las entidades que se encuentran muy expuestas, lo están a títulos del Gobierno. Varias entidades tienen más del 60% de su portafolio invertido en títulos de deuda pública,

GRÁFICO 17

**PORFOLIO DE INVERSIÓN,
COMPAÑÍAS DE SEGUROS GENERALES Y DE VIDA,
MARZO DE 2005 (\$7,5 BILLONES)**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

⁸ En febrero de 2005, el 75,2% de los afiliados a los fondos de pensiones obligatorias era menor de 40 años.

⁹ En la actualidad algunas de las compañías de seguros generales tienen una relación inversiones a reservas por debajo del 80% que deben cumplir para diciembre de este año, de acuerdo con lo establecido en el artículo 2 del decreto 094 de 2000. La participación de estas compañías, a diciembre de 2004, como porcentaje del total de primas emitidas es del 10,5%.

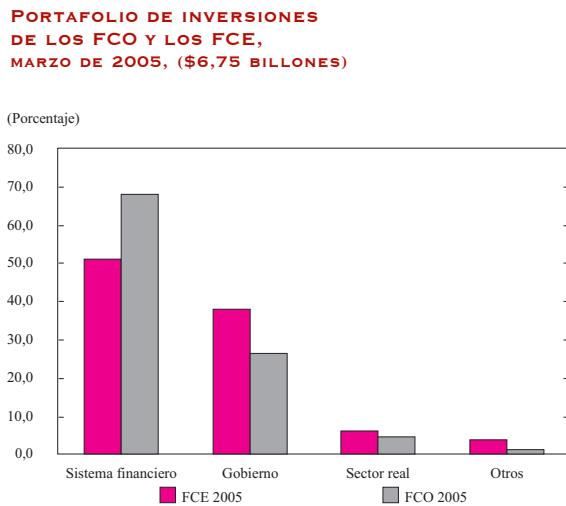
El sector asegurador está expuesto principalmente al Gobierno y al sector real; en el caso de las fiduciarias la mayor contraparte corresponde al sistema financiero.

lo que hace que estén muy expuestas a fluctuaciones en sus precios. Con respecto al ramo de seguros generales, es posible encontrar entidades con una alta exposición a títulos de deuda pública, a títulos emitidos por el sector real o a títulos emitidos en el exterior¹⁰. Las compañías cuyo portafolio tiene una gran concentración en títulos emitidos por el sector real, usualmente hacen parte de grupos financieros y, por lo tanto, invierten una proporción significativa de sus recursos en sus empresas. A pesar de que por ley hay un límite a la inversión en títulos emitidos por un mismo emisor, la exposición alta de algunas compañías al Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) puede ser importante en momentos en que éste presente movimientos no favorables.

3. Fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales

Las sociedades fiduciarias administran activos de inversión diferentes a pensiones, cercanos a los \$11,1 b. Este tipo de fideicomisos, que representan el 23,8% de los activos manejados por las sociedades fiduciarias, son los que tienen una relación más estrecha con el sistema financiero y el mercado de capitales. A marzo de 2005, el portafolio de los FCO llegó a los \$4,75 b, mientras que el de los fondos comunes especiales FCE llegó a \$2,0 b.

GRÁFICO 18



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

Durante el año pasado, el portafolio de los FCO creció 7,6% real, y el de los FCE tuvo un crecimiento prácticamente nulo. Al contrario de otras instituciones, estos fondos se encuentran, en su mayoría, expuestos al sector financiero, ya que el 68% de su portafolio para los FCO y el 51% para los FCE poseen dicha contraparte (Gráfico 18). La exposición al sistema financiero se da, básicamente, bajo la forma de CDT. Estos representan el 54,5% del portafolio de los FCO y el 32,8% de los FCE. Los bonos emitidos por instituciones financieras son el instrumento alterno mediante el cual se encuentra expuesto al sistema financiero. El otro deudor importante es el Gobierno, con una participación de 26% y 38%, respectivamente. Los TES sólo representan el 9,39% del portafolio de los FCO y el 12,1% de los FCE.

¹⁰ Es importante anotar que las compañías que tienen una parte importante de su portafolio denominado en moneda extranjera no se especializan en terremotos, que por ley, exigen inversiones por fuera del país.

III. SITUACIÓN DE LOS ACTUALES DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

La capacidad de pago de los deudores del sistema financiero se encuentra en un buen momento. La rentabilidad de las empresas alcanzó niveles históricamente altos y la situación de los hogares sigue siendo positiva, gracias a la mayor tasa de ocupación y al crecimiento real de los salarios.

A. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

En esta sección se hace un seguimiento de las empresas del sector corporativo privado y se identifican vulnerabilidades que pueden poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero, a partir de la información de estados financieros de las empresas vigiladas por las superintendencias de Sociedades y de Valores¹¹.

Los indicadores de rentabilidad y endeudamiento analizados a continuación, fueron incluidos en ediciones anteriores del *Reporte de Estabilidad Financiera*, e identificados como determinantes de la fragilidad de las empresas colombianas¹².

1. Rentabilidad¹³

La rentabilidad del activo ha seguido incrementándose después de los resultados negativos en este indicador durante la crisis de la segunda mitad de la década

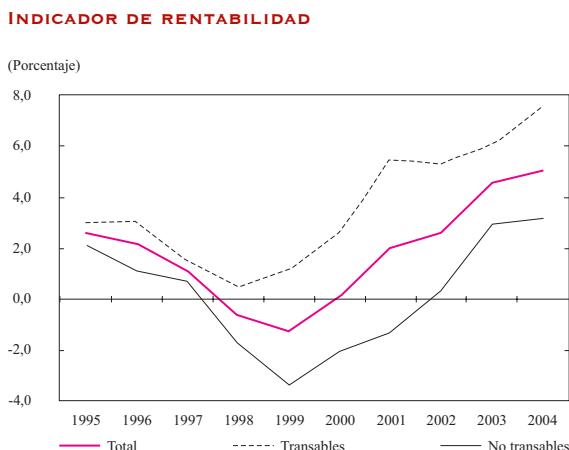
¹¹ La muestra utilizada está compuesta por 8.476 empresas en promedio durante 1995-2004. Estas empresas se clasificaron en productoras de bienes transables y productoras de bienes no transables dependiendo del sector económico al que pertenecen, y por tamaño, de acuerdo con el valor de sus ventas en cada año. Se clasificaron como productoras de bienes transables las pertenecientes a los sectores de agricultura, ganadería, caza y silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras e industria manufacturera, y como productoras de bienes no transables las del resto de sectores. Para determinar el tamaño de las empresas se tuvo en cuenta el valor de las ventas de la siguiente manera: el 10% de las empresas con mayores ventas se clasificaron como empresas grandes, y el 60% de las empresas con menores ventas fueron consideradas empresas pequeñas. Adicionalmente, para facilitar el análisis comparativo de algunas cifras, se utiliza una muestra homogénea de empresas que está compuesta por aquellas que reportaron información continuamente durante todo el período.

¹² Martínez, Óscar (2003). “Determinantes de fragilidad de las empresas colombianas”, en *Borradores de Economía, Banco de la República*, No. 259.

¹³ El indicador de rentabilidad del activo es igual a la relación entre la utilidad antes de impuestos y los activos totales, y mide la capacidad de una firma de generar utilidades con un nivel de recursos que incluye el capital de los accionistas y el endeudamiento con los acreedores. Para el análisis

Las empresas continúan aumentando su solidez patrimonial gracias a los resultados en rentabilidad.

GRÁFICO 19



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

pasada¹⁴. En diciembre de 2004 la rentabilidad se ubicó en 5,1%, superior en 0,5 a la de 2003. Por sectores, las empresas productoras de bienes transables tuvieron un incremento en su rentabilidad, que a diciembre de 2004, alcanzó 7,6%; y para las productoras de bienes no transables, aunque la rentabilidad se incrementó, el resultado en diciembre fue moderado e igual a 3,2% (Gráfico 19).

La desigualdad entre empresas en cuanto al indicador de rentabilidad se debió a una composición de las ventas y las utilidades que favoreció a las productoras de bienes transables y a un comportamiento diferente en costos y gastos. Primero, de acuerdo con la muestra homogénea de empresas, las ventas de las productoras de bienes transables representaron el 60,1% de las ventas del total de empresas, y la utilidad antes de impuestos el 76,8%. Se-

gundo, las ventas de las productoras de bienes transables crecieron por encima de los costos, los gastos de administración se redujeron y los gastos de ventas crecieron levemente. Tercero, el cambio en las ventas y los costos de las productoras de bienes no transables fue similar, y los gastos de administración y de ventas aumentaron conjuntamente. Estas diferencias entre los dos tipos de empresas generaron que sus niveles de rentabilidad fueran distintos durante 2004; sin embargo, hay que destacar que la utilidad antes de impuestos de productoras de bienes transables y no transables creció 18,5% y 44,6%, respectivamente (Cuadro 5).

La evolución de los márgenes de rentabilidad confirmaron estos resultados. Los márgenes bruto y operacional crecieron para el total de empresas y para las productoras de bienes transables¹⁵. En el caso de las productoras de bienes no transables disminuyó el margen bruto, de manera que se hicieron evidentes las diferencias entre los dos grupos de empresas.

Cuando se dividió la muestra por tamaño, los resultados presentaron la tendencia señalada anteriormente. La rentabilidad del activo de las empresas grandes aumentó en diciembre de 2004 a 6%, y la de las medianas y pequeñas a 3,6% y 1,7%, respectivamente. Como se ha reseñado en los reportes anteriores, aunque las empresas de menor tamaño tuvieron los más bajos niveles de rentabilidad en 2004. Fue este grupo de empresas el que presentó el incremento más significativo.

En conclusión, el crecimiento de las ventas y el buen desempeño de las empresas en términos de eficiencia, durante 2004, se reflejó en el comportamiento positivo

Las ventas crecieron y se incrementó la eficiencia en el manejo de costos y gastos.

¹⁴ de este indicador se hace una revisión del estado de pérdidas y ganancias y de los márgenes bruto y operacional, para identificar los determinantes del aumento o disminución en las utilidades.

¹⁵ La rentabilidad del activo en 1998, 1999 y 2000 fue de -0,6%, -1,2% y 0,2%, respectivamente.

¹⁵ El margen bruto es igual a la relación entre la utilidad bruta y los ingresos operacionales; y el margen operacional, a la utilidad operacional sobre los ingresos operacionales.

de las utilidades y generó un nivel de rentabilidad que está por encima del alcanzado antes de la crisis. Esto implica un buen posicionamiento de las empresas del sector corporativo privado que respondió al buen clima de crecimiento de la economía durante el año pasado.

CUADRO 5

**COMPOSICIÓN DEL ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
MUESTRA HOMOGÉNEA (3.381 EMPRESAS)**

	Billones de pesos						Porcentaje de ventas					
	1995	1997	1999	2001	2003	2004	1995	1997	1999	2001	2003	2004
Total												
Ingresos operacionales	37,1	54,5	60,9	87,3	109,6	122,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(-) Costo de ventas	27,1	39,7	43,1	63,1	79,7	88,2	73,2	72,8	70,7	72,2	72,7	72,1
Utilidad bruta	9,9	14,8	17,8	24,3	29,9	34,1	26,8	27,2	29,3	27,8	27,3	27,9
(-) Gastos de administración	3,9	5,8	6,8	8,0	9,5	9,8	10,6	10,7	11,2	9,2	8,7	8,0
(-) Gastos de ventas	3,9	5,9	7,3	9,9	11,9	13,2	10,5	10,7	12,1	11,3	10,9	10,8
Utilidad operacional	2,1	3,1	3,6	6,4	8,4	11,1	5,7	5,8	6,0	7,3	7,7	9,1
(+/-) Ingresos no operacionales netos	(0,2)	(1,0)	(1,6)	(0,9)	(1,1)	(1,6)	(0,5)	(1,9)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,3)
Utilidad antes de impuestos	1,9	2,1	2,1	5,5	7,3	9,5	5,1	3,9	3,4	6,3	6,7	7,8
(+/-) Ajustes por inflación	0,5	0,9	0,1	0,0	0,8	0,8	1,3	1,7	0,1	0,0	0,7	0,6
(-) Impuestos	0,8	1,1	1,2	1,9	3,1	3,8	2,0	1,9	1,9	2,2	2,8	3,1
Utilidad final	1,6	2,0	1,0	3,6	5,0	6,5	4,4	3,7	1,6	4,1	4,5	5,3
Transables												
Ingresos operacionales	23,9	33,9	38,2	53,0	66,6	73,6	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(-) Costo de ventas	17,4	24,4	26,7	37,6	47,4	51,7	73,0	71,9	70,0	71,0	71,2	70,3
Utilidad bruta	6,4	9,5	11,5	15,4	19,2	21,9	27,0	28,1	30,0	29,0	28,8	29,7
(-) Gastos de administración	2,2	3,2	3,9	4,3	5,2	5,2	9,1	9,3	10,1	8,1	7,9	7,0
(-) Gastos de ventas	2,8	4,1	4,8	6,0	7,2	7,9	11,6	12,1	12,4	11,3	10,8	10,7
Utilidad operacional	1,5	2,3	2,9	5,1	6,8	8,9	6,3	6,7	7,5	9,6	10,2	12,0
(+/-) Ingresos no operacionales netos	(0,1)	(0,8)	(1,2)	(0,6)	(0,9)	(1,5)	(0,3)	(2,3)	(3,1)	(1,1)	(1,4)	(2,1)
Utilidad antes de impuestos	1,4	1,5	1,7	4,5	5,8	7,3	6,0	4,4	4,3	8,5	8,8	9,9
(+/-) Ajustes por inflación	0,3	0,6	0,0	(0,0)	0,5	0,5	1,3	1,7	0,1	(0,0)	0,8	0,7
(-) Impuestos	0,6	0,8	0,9	1,4	2,3	2,9	2,4	2,2	2,3	2,7	3,5	3,9
Utilidad final	1,2	1,3	0,8	3,0	4,0	5,0	4,9	3,9	2,1	5,7	6,1	6,7
No transables												
Ingresos operacionales	12,9	20,6	22,7	34,4	43,0	48,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(-) Costo de ventas	9,5	15,3	16,4	25,5	32,3	36,5	73,8	74,4	72,0	74,1	75,2	74,8
Utilidad bruta	3,4	5,3	6,4	8,9	10,7	12,3	26,2	25,6	28,0	25,9	24,8	25,2
(-) Gastos de administración	1,7	2,6	3,0	3,7	4,3	4,7	13,3	12,8	13,1	10,7	10,0	9,6
(-) Gastos de ventas	1,1	1,8	2,6	3,9	4,8	5,4	8,2	8,5	11,4	11,4	11,1	11,1
Utilidad operacional	0,6	0,9	0,8	1,3	1,6	2,2	4,6	4,3	3,5	3,8	3,8	4,6
(+/-) Ingresos no operacionales netos	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,0)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(0,7)	(0,5)	(0,0)
Utilidad antes de impuestos	0,5	0,6	0,4	1,0	1,4	2,2	3,5	3,1	1,9	3,0	3,4	4,5
(+/-) Ajustes por inflación	0,2	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	1,4	1,7	0,2	0,0	0,6	0,5
(-) Impuestos	0,2	0,3	0,3	0,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,3	1,3	1,8	1,8
Utilidad final	0,5	0,7	0,2	0,6	0,9	1,6	3,5	3,3	0,7	1,7	2,1	3,2

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

Dada la disminución de las obligaciones financieras con el exterior, las empresas continúan indicando menores niveles de endeudamiento.

2. Endeudamiento¹⁶

El indicador de endeudamiento total continuó disminuyendo para el total de empresas hasta alcanzar 34,1% en diciembre de 2004. Esta disminución que ha sido constante desde 2002 se presentó tanto para las productoras de bienes transables como para las productoras de bienes no transables, aunque para las últimas esta tendencia decreciente se ha presentado desde el año 2000.

La reducción en el indicador de endeudamiento total en la muestra homogénea se debió al mayor crecimiento, en términos reales, de los activos totales (3,5%) con respecto a los pasivos totales (0,8%). El pasivo siguió perdiendo importancia dentro del balance de las empresas por el crecimiento lento de las obligaciones financieras de corto plazo y con proveedores, y por la disminución de las obligaciones financieras de largo plazo. La participación de los bonos dentro del pasivo presentó una leve variación, y aunque los de corto plazo crecieron 21,7% en diciembre de 2004, el monto continuó muy reducido. Los bonos de largo plazo que ocuparon el segundo lugar en importancia dentro del pasivo no corriente, después de las obligaciones financieras, sólo crecieron 0,5% entre 2003 y 2004¹⁷ (Cuadro 6).

El endeudamiento financiero como porcentaje del activo tuvo un comportamiento similar al endeudamiento total. En diciembre de 2004 cayó a 11,5% para el total de empresas, a 12,7% para las empresas productoras de bienes transables y a 10,5% para las productoras de bienes no transables (Gráfico 20).

Según el análisis por plazo de la deuda financiera para las empresas de la muestra homogénea, el crecimiento lento de las obligaciones financieras de corto plazo y la caída de 7% en las obligaciones financieras de largo plazo hicieron que el endeudamiento financiero siguiera disminuyendo y alcanzara el nivel más bajo en el período analizado.

De acuerdo con la división de las obligaciones financieras de la muestra homogénea entre domésticas y externas, estas últimas disminuyeron de \$4,1 b a \$3,4 b, entre diciembre de 2003 y diciembre de 2004. Por su parte, las obligaciones financieras domésticas se redujeron levemente, de \$16,1 b a \$15,9 b durante el mismo período¹⁸. Como consecuencia, su participación en el total representó, en 2004, el 82,3% del total. En las empresas productoras de bienes transables y no transables,

¹⁶ El endeudamiento se analiza mediante dos indicadores. El primero, medido a través de la relación entre el pasivo total y el activo total, representa el endeudamiento total con los acreedores internos (obligaciones laborales) y externos a la firma (obligaciones financieras, proveedores, cuentas por pagar, impuestos y bonos). El segundo, se calcula como el total de obligaciones financieras sobre activos e incluye la deuda con el sector financiero nacional, con entidades del exterior y otras obligaciones; este indicador permite determinar cuál es la composición por moneda de la deuda de las empresas, y, si la deuda es interna, con cuáles entidades de crédito.

¹⁷ La muestra completa confirma estos resultados. El activo creció por encima del pasivo y las obligaciones financieras de corto plazo y con proveedores se incrementaron levemente. La disminución de las obligaciones financieras de largo plazo fue mucho mayor que para la muestra homogénea, presentando una reducción de 19,2% real entre 2003 y 2004.

¹⁸ Las obligaciones financieras domésticas están divididas en obligaciones con entidades de crédito y otras obligaciones.

COMPOSICIÓN DEL BALANCE
MUESTRA HOMOGÉNEA (3.381 EMPRESAS)

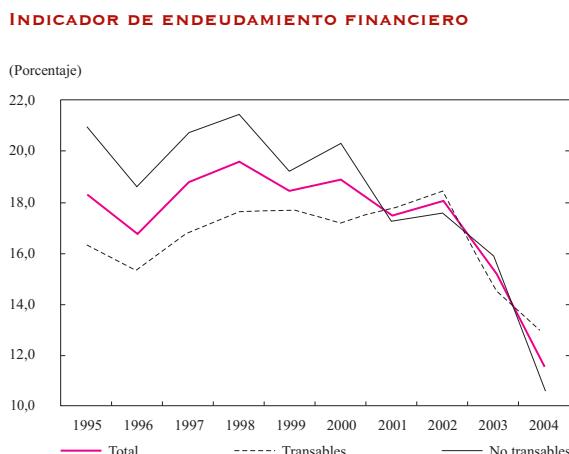
	Billones de pesos de marzo de 2005			Porcentaje			Crecimiento porcentual	
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2003	2004
Activo								
Activo corriente								
Disponible	3,3	3,9	4,0	6,5	7,6	7,3	18,2	2,6
Inversiones	4,6	4,7	5,8	9,0	9,2	10,6	2,2	24,3
Deudores	26,1	25,1	26,4	51,7	49,5	48,3	(4,0)	5,1
Inventory	15,7	16,2	17,7	31,0	32,0	32,3	3,4	8,9
Diferidos	0,9	0,9	0,8	1,8	1,7	1,5	(6,2)	(2,4)
Total activo corriente	50,5	50,7	54,6	100,0	100,0	100,0	0,3	7,8
Activo no corriente								
Inversiones	21,1	24,4	25,3	22,5	25,4	26,1	15,8	3,7
Deudores	4,1	3,1	2,7	4,3	3,3	2,8	(22,7)	(13,4)
Prop., planta y equipo	24,5	24,3	24,7	26,1	25,3	25,4	(1,1)	1,9
Intangibles	4,1	4,2	4,1	4,4	4,4	4,2	1,2	(1,9)
Diferidos	7,4	6,3	5,5	7,9	6,5	5,6	(15,6)	(13,0)
Otros activos	0,4	0,5	0,7	0,4	0,5	0,7	24,8	43,5
Valorizaciones	32,2	33,3	34,2	34,3	34,7	35,2	3,4	2,8
Total activo no corriente	93,8	96,0	97,2	100,0	100,0	100,0	2,4	1,2
Total activo	144,4	146,7	151,8				1,6	3,5
Pasivo								
Pasivo corriente								
Obligaciones financieras	11,0	11,1	11,4	30,9	30,4	30,1	0,7	2,6
Proveedores	10,6	11,0	11,0	29,8	30,0	29,1	3,3	0,3
Cuentas por pagar	6,3	6,4	7,0	17,7	17,5	18,6	1,2	10,2
Impuestos	2,8	2,7	3,0	7,9	7,5	8,0	(2,6)	10,3
Obligaciones laborales	1,1	1,1	1,1	3,0	2,9	2,9	(0,1)	4,1
Estimados y provisiones	1,5	2,0	2,0	4,4	5,4	5,2	26,2	(0,1)
Diferidos	0,6	0,6	0,5	1,8	1,6	1,2	(9,5)	(20,2)
Otros pasivos	1,3	1,4	1,4	3,7	3,7	3,7	3,5	3,8
Bonos y papeles comerciales	0,3	0,4	0,4	0,8	1,0	1,2	34,5	21,7
Total pasivo corriente	35,6	36,5	37,8	100,0	100,0	100,0	2,6	3,6
Pasivo no corriente								
Obligaciones financieras	10,9	9,1	8,0	52,5	44,8	41,1	(16,3)	(12,2)
Cuentas por pagar	2,5	2,2	2,4	11,9	10,9	12,5	(9,9)	10,0
Obligaciones laborales	0,2	0,1	0,1	0,8	0,7	0,7	(6,0)	(14,5)
Estimados y provisiones	2,9	3,0	2,9	13,9	14,8	15,1	4,8	(2,8)
Diferidos	1,7	1,6	1,6	8,0	8,1	8,3	(0,3)	(2,2)
Otros pasivos	0,4	0,5	0,6	2,0	2,2	3,1	7,9	34,6
Bonos y papeles comerciales	2,3	3,7	3,8	11,0	18,4	19,3	64,4	0,5
Total pasivo no corriente	20,7	20,3	19,5	100,0	100,0	100,0	(1,9)	(4,2)
Total pasivo	56,3	56,8	57,2				0,9	0,8
Patrimonio	88,1	89,9	94,6				2,1	5,2

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

se presentó el mismo cambio en la composición de las obligaciones financieras. Sin embargo, las primeras mantienen una mayor proporción de deuda con entidades del exterior (22%) que las segundas (8,6%) (Cuadro 7)¹⁹.

Analizando el resultado de las obligaciones financieras con el exterior, el decrecimiento en dólares fue de sólo 2,8% real anual, el cual es menor al encontrado en la información en pesos y muestra que una mayor parte de tal disminución se generó por la revaluación del peso durante el año pasado.

GRÁFICO 20



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

En relación con las obligaciones financieras domésticas, las obligaciones con entidades de crédito se mantuvieron constantes en \$14,1 b, entre 2003 y 2004, debido al incremento de las obligaciones financieras con las compañías de financiamiento comercial y los BECH, y su reducción con las corporaciones financieras²⁰. Por

¹⁹ El resultado para el total de empresas indica que las obligaciones financieras con el exterior disminuyeron, y una parte importante de esta reducción se debe a la revaluación del peso. Contrario a la muestra homogénea, las obligaciones financieras domésticas para la muestra completa crecieron 1,7% real anual.

²⁰ Para la muestra completa, las obligaciones con entidades de crédito aumentaron de \$21,2 b a \$22,2 b, debido al incremento tanto en las empresas productoras de bienes transables como en las productoras de bienes no transables.

CUADRO 7

**COMPOSICIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS
MUESTRA HOMOGÉNEA (3.381 EMPRESAS)**

	Billones de pesos de marzo de 2005						Participación porcentual			Crecimiento porcentual		
	Total	Externas		Internas		Externas	Internas		Total	Externas	Internas	
		Total	Entidades crédito	Total	Otros		Total	Entidades crédito				
Total												
2002	21,9	5,4	16,4	14,3	2,1	24,8	75,2	87,1	12,9	(7,7)	(24,6)	(2,2)
2003	20,2	4,1	16,1	14,1	1,9	20,3	79,7	87,9	12,1	(4,1)	(16,4)	(0,9)
2004	19,4	3,4	15,9	14,1	1,8	17,7	82,3	88,4	11,6	(4,4)	(16,5)	(0,3)
Transables												
2002	15,2	4,4	10,8	9,7	1,1	28,9	71,1	89,9	10,1	(9,6)	(21,1)	(5,0)
2003	13,7	3,5	10,3	9,4	0,9	25,2	74,8	91,3	8,7	(4,4)	(16,5)	(0,3)
2004	13,1	2,9	10,2	9,4	0,9	22,0	78,0	91,6	8,4	(3,4)	(39,2)	3,2
No transables												
2002	6,7	1,0	5,7	4,6	1,0	15,7	84,3	81,7	18,3			
2003	6,5	0,6	5,8	4,8	1,1	9,9	90,1	81,9	18,1	(3,4)	(15,7)	(2,1)
2004	6,2	0,5	5,7	4,7	1,0	8,6	91,4	82,8	17,2	(3,5)		

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

sectores económicos, la agricultura, el comercio, la construcción, y el transporte aumentaron sus obligaciones con el sistema financiero nacional, y la industria, los servicios y otros sectores las redujeron (Cuadro 8).

En el análisis por tamaño, todos los grupos de empresas redujeron su endeudamiento total y financiero, aunque es de destacar que las empresas grandes presentaron la mayor reducción en diciembre de 2004, y las empresas medianas poseen desde 2003 los niveles más altos de endeudamiento entre los tres grupos de empresas.

En síntesis, el pasivo siguió perdiendo importancia dentro del balance de las empresas, debido a la disminución de las obligaciones financieras, y aunque los bonos presentaron un crecimiento considerable, los montos emitidos siguen siendo reducidos y limitados a un número pequeño de empresas. Este menor dinamismo en el pasivo de las empresas es consistente con la tendencia cada vez mayor, al uso de recursos propios representados en el patrimonio, el cual tuvo un crecimiento real de 5,2% entre 2003 y 2004.

La menor importancia del pasivo dentro del balance es consistente con el mayor uso de recursos propios como fuente de financiamiento de las empresas.

3. Expectativas empresariales

La encuesta de expectativas del Banco de la República recoge la percepción de los empresarios con respecto a variables macroeconómicas, como la producción, la disponibilidad de crédito y la tasa de cambio. En la encuesta de abril de 2005, los encuestados respondieron que el crecimiento esperado del PIB para 2005 es 3,9% y 4% para 2006 (Gráfico 21). Al comparar este resultado con los de encuestas anteriores, se encuentra que las expectativas con respecto al crecimiento de 2005 se han ajustado hacia abajo, dado que el crecimiento esperado para el año en curso fue 4,2% en la encuesta de octubre de 2004, y 4,3% en la encuesta de abril de 2005.

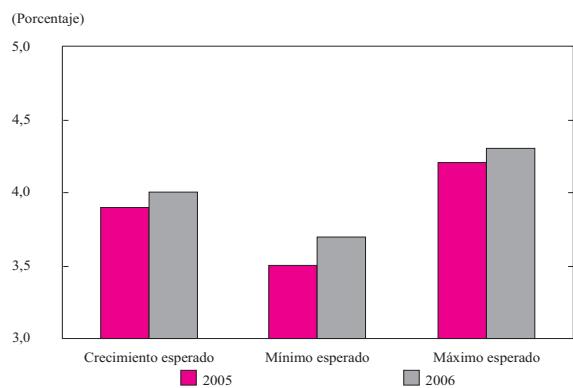
De acuerdo con la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo, hay una mejor percepción de los empresarios sobre la situación económica de las

CUADRO 8

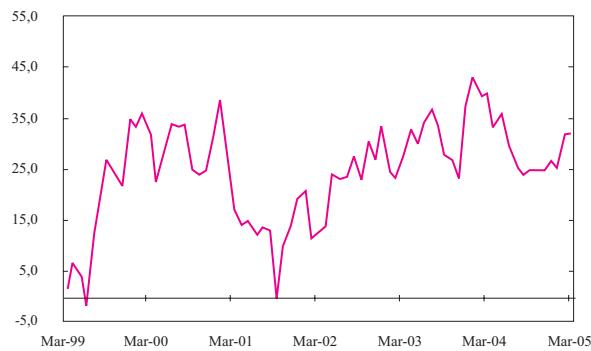
**COMPOSICIÓN DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS POR SECTORES ECONÓMICOS
MUESTRA HOMOGENEA (3.381 EMPRESAS)
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE MARZO DE 2005)**

	Bancos		CF		CFC		BECH		Total sistema	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Agricultura y minas	633,2	793,5	67,6	83,8	20,7	23,5	3,4	1,7	724,8	902,6
Industria	7.005,1	6.866,6	1.352,7	1.181,3	346,8	410,1	15,6	4,7	8.720,3	8.462,7
Comercio	2.248,7	2.301,2	199,6	279,4	186,1	186,3	13,7	22,4	2.648,0	2.789,3
Construcción	257,3	291,1	63,9	52,8	22,9	29,9	65,3	77,2	409,4	451,0
Transporte	97,9	114,9	11,0	12,4	3,4	2,4	0,3	0,1	112,5	129,9
Servicios varios	1.003,8	1.029,2	153,6	66,2	36,7	23,9	17,4	11,5	1.211,6	1.130,8
Otros	245,5	180,9	49,0	31,7	19,7	13,4	1,5	2,1	315,7	228,1
Total	11.491,4	11.577,5	1.897,3	1.707,7	636,4	689,5	117,2	119,6	14.142,3	14.094,3

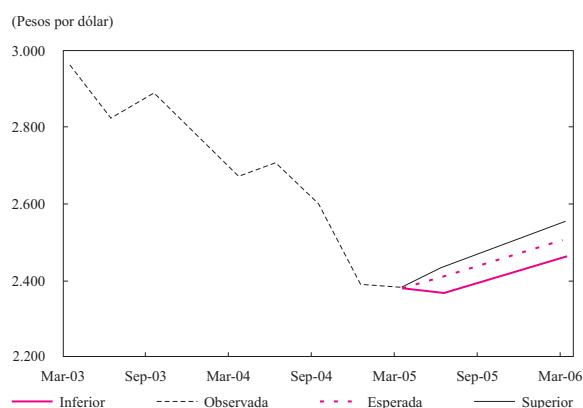
Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 21**CREENCIAS ESPERADAS DEL PIB EN 2005 Y 2006**

Fuente: Encuesta de expectativas, abril de 2005. Banco de la República.

GRÁFICO 22**EXPECTATIVAS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA (BALANCE)**

Fuente: Encuesta de opinión empresarial, marzo de 2005. Fedesarrollo.

GRÁFICO 23**TRM OBSERVADA Y ESPERADA**

Fuente: Encuesta de expectativas, abril de 2005. Banco de la República.

empresas en los próximos seis meses. El balance de las respuestas, que cayó de enero a agosto de 2004 y permaneció constante hasta finales de año, volvió a incrementarse en los primeros meses de 2005 hasta alcanzar niveles similares a los de mediados del año pasado (Gráfico 22).

En la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de marzo de 2005, la mayoría de actividades industriales durante 2005 ha seguido presentando buenos resultados en producción y ventas, alta capacidad instalada y niveles normales de pedidos e inventarios.

Estos resultados positivos confirman que la tendencia de crecimiento, registrada durante 2004, continúa durante los primeros meses de 2005. El 60,1% de los encuestados respondió que la situación actual de la empresa es buena, y solo el 1,4% respondió que puede empeorar en el corto plazo. De acuerdo con la pregunta sobre inversión, el 60% tiene planeado desarrollar proyectos de inversión o ya los está llevando a cabo, y estarán destinados a modernización tecnológica, ampliación de planta, reposición de equipo y diversificación de la producción. Estos proyectos se financiarán con recursos propios en la mayoría de los casos, y con un aumento de deuda externa e interna.

Los principales problemas a los que se enfrentan los industriales son la baja demanda, el costo y suministro de materias primas y la incertidumbre sobre el tipo de cambio. Con respecto a este último, la industria colombiana ha estado obligada a implementar estrategias que mejoren sus niveles de productividad y le permitan responder de manera apropiada a cambios en esta variable.

En relación con esto, y pese a la reducción de la tasa de cambio hasta \$2.332 por dólar, en mayo de 2005, los empresarios respondieron en la encuesta de expectativas del Banco de la República que la tasa de cambio esperada para los próximos meses es superior a la observada, e igual a \$2.402 por dólar para junio, \$2.473 para diciembre y \$2.507 para marzo del próximo año (Gráfico 23). Aunque las expectativas con respecto a la tasa de cambio continúan por encima del valor

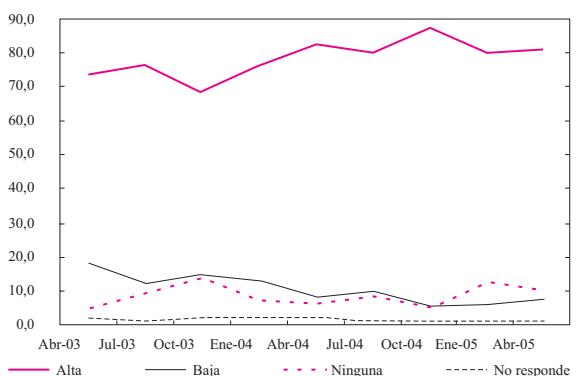
observado, los agentes han incorporado en sus expectativas la estabilidad reciente de la tasa de cambio, tal y como se desprende de la encuesta de abril de 2005.

El 81% de los encuestados en abril de 2005 respondió que considera que la disponibilidad de crédito es alta, y sólo el 7,6% respondió que es baja. La percepción con respecto al crédito disponible en los próximos seis meses es que seguirá en el mismo nivel para el 76,3% de los encuestados y mejorará para el 12,5% de estos. Estos resultados están por debajo de los de la encuesta de octubre de 2004, en la que el 87,7% respondió que la disponibilidad del crédito en ese momento era alta, y el 21% que mejoraría en los próximos seis meses (Gráfico 24).

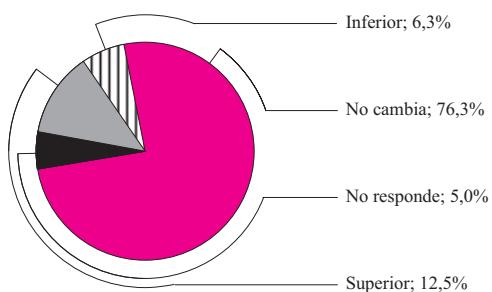
Los resultados para el sector corporativo privado indican que las empresas capitalizaron los buenos resultados de la economía en 2004. El crecimiento de las ventas evidenció este dinamismo, lo que, unido al comportamiento positivo de los gastos de funcionamiento, generó que las empresas obtuvieran un nivel importante de utilidades que aumentó su solidez patrimonial. La reducción en el apalancamiento de las empresas continúa mostrando la presencia de una sustitución de fuentes de financiamiento en favor de los recursos propios. Las expectativas de los empresarios siguen siendo positivas con respecto al crecimiento de la economía, la situación de la empresa y la disponibilidad de crédito.

DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO

PERCEPCIÓN ACTUAL



EVOLUCIÓN EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS A MARZO DE 2005

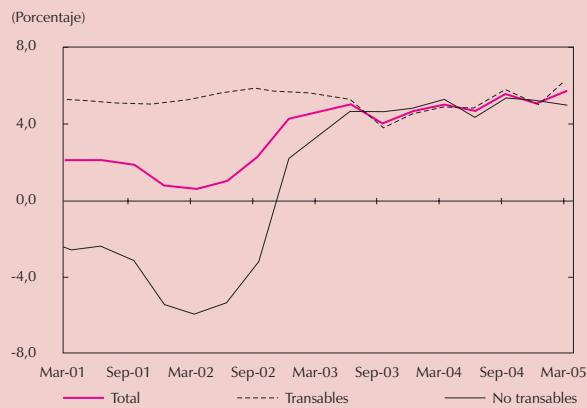
El seguimiento de las empresas a marzo de 2005 se realizó a partir de la información de la Superintendencia de Valores, cuya periodicidad es trimestral. La muestra total está compuesta por todas las empresas que reportaron información, y la muestra homogénea por aquellas que reportaron conjuntamente en marzo de 2004 y marzo de 2005¹. Es importante destacar

¹ En marzo de 2005 116 empresas reportaron información a la Superintendencia de Valores, y la muestra homogénea quedó conformada por 108 empresas. Las empresas de la muestra completa y de la muestra homogénea fueron clasificadas en productoras de bienes transables y no transables, bajo el mismo criterio utilizado en la muestra de empresas a diciembre de 2004.

que este grupo de empresas no constituye una muestra representativa del total de empresas del sector corporativo privado, porque está conformada únicamente por empresas grandes que hacen parte del Registro Nacional de Valores.

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2004 se advirtió sobre la influencia del sector de las comunicaciones en el resultado del total de empresas. Al aislar el efecto que tienen estas empresas de gran tamaño, la rentabilidad del activo disminuyó en diciembre del año pasado a 5%, para el total de empresas, y a 4,9% para las productoras de bienes transables. Para las productoras de bienes no transables permaneció constante en 5,2%. En marzo de 2005, la rentabilidad del activo del total de empresas y de las productoras de bienes transables alcanzó niveles históricamente altos de 5,6% y 6,2%, respectivamente², y disminuyó a 4,9% para las productoras de bienes no transables (Gráfico R3. 1).

**GRÁFICO R3.1
INDICADOR DE RENTABILIDAD (*)**



(*) No incluye las empresas del sector comunicaciones.
Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

En diciembre de 2004 la reducción en la rentabilidad de las empresas productoras de bienes transables se presentó por el crecimiento acentuado de los gastos no operacionales con respecto a los ingresos, de manera que se redujo la utilidad antes de impuestos; esta misma utilidad varió muy poco en las empresas productoras de bienes no transables por la disminución conjunta de los ingresos y los gastos no operacionales, lo que mantuvo inalterada la rentabilidad del activo.

En marzo de 2005 el incremento en la rentabilidad del activo se presentó, tanto en el total de empresas como en las productoras de bienes transables, por el crecimiento leve de los gastos en general, y

² Para la muestra completa (es decir, la que incluye el sector comunicaciones), la rentabilidad del activo aumentó a 4,8%, en diciembre de 2004 y a 5,2% en marzo de 2005. El resultado para las productoras de bienes transables se mantuvo inalterado con respecto al señalado en el texto, y para las productoras de bienes no transables se incrementó en diciembre a 4,6%, y disminuyó en marzo a 4,2%.

en particular de los gastos financieros. La reducción en la rentabilidad de las empresas productoras de bienes no transables tuvo nuevamente una explicación en los rubros no operacionales³.

El endeudamiento total en diciembre de 2004 siguió cayendo en el total de empresas y en las productoras de bienes transables y no transables⁴. En marzo de 2005, el indicador de pasivos totales, como proporción, de los activos presentó un pequeño repunte debido al mayor dinamismo de las cuentas por pagar de corto plazo, que hicieron que el pasivo creciera por encima del activo en el primer trimestre del año.

Los bonos y papeles comerciales, de acuerdo con los resultados de la muestra homogénea, también crecieron. Los de corto plazo crecieron por encima de los de largo plazo, principalmente en las productoras de bienes transables, pero los de largo plazo continuaron aumentando su participación dentro del pasivo no corriente frente a la disminución de las obligaciones financieras.

El endeudamiento financiero disminuyó de manera similar al endeudamiento total, aunque en marzo de 2005 aumentó ligeramente en las empresas productoras de bienes no transables. La reducción en el total de empresas fue generada por la caída en 38% de las obligaciones financieras de largo plazo entre marzo de 2004 y el mismo mes de 2005. Aunque las obligaciones financieras de corto plazo sí se incrementaron durante el último año, su participación dentro del pasivo corriente se redujo en cerca de dos puntos porcentuales (Gráfico R3. 2).

**GRÁFICO R3.2
INDICADOR DE ENDEUDAMIENTO FINANCIERO**



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

Para entender el resultado en el endeudamiento financiero, se analizó la composición de las obligaciones financieras de la muestra homogénea de empresas. Esta información reveló que

³ En marzo de 2005 los resultados fueron similares con y sin el sector comunicaciones.

⁴ El análisis de los indicadores de endeudamiento se hizo teniendo en cuenta la muestra completa.

la reducción de las obligaciones financieras totales fue generada por la reducción en el endeudamiento con entidades del exterior. Entre marzo de 2004 y marzo de 2005, estas obligaciones disminuyeron de \$4,2 b a \$2,6 b, de manera que se generó una pérdida de la participación de las obligaciones externas dentro del total del 48,7% al 37,5%⁵. Las obligaciones financieras domésticas tuvieron una reducción durante el año de \$4,4 b a \$4,3 b, debido a la disminución de las obligaciones con el sistema financiero nacional y de otras obligaciones.

En resumen, la rentabilidad de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Valores se redujo en diciembre de 2004 por el crecimiento acentuado de los gastos no operacionales, pero volvió a incrementarse al moderarse este crecimiento en marzo de 2005. En el primer trimestre del año los pasivos de corto plazo crecieron levemente por las cuentas por pagar, pero las obligaciones financieras continuaron disminuyendo por la reducción en el endeudamiento con entidades del exterior.

⁵ A pesar de que una parte de la disminución de las obligaciones financieras con el exterior se debió a la revaluación del peso durante 2004, la reducción de estas obligaciones en dólares fue considerable e igual a 30% entre marzo de 2004 y marzo de 2005.

RECUADRO 4

BURBUJA EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Como se ha hecho en reportes anteriores, en este recuadro se presentan indicadores de burbuja¹ en el precio de activos en Colombia. En particular, se analizan el mercado hipotecario y el de valores.

En la primera parte, se examina evidencia de burbuja en el mercado hipotecario, al presentarse por primera vez un indicador de burbuja en este mercado por estratos, construido a partir de los índices de precios de vivienda usada, nueva y alquileres, calculados por Jaramillo (2004). En la segunda parte, se analiza el indicador de burbuja para el mercado bursátil, a partir de la misma metodología desarrollada en el anterior *Reporte de Estabilidad Financiera*.

I. Mercado hipotecario

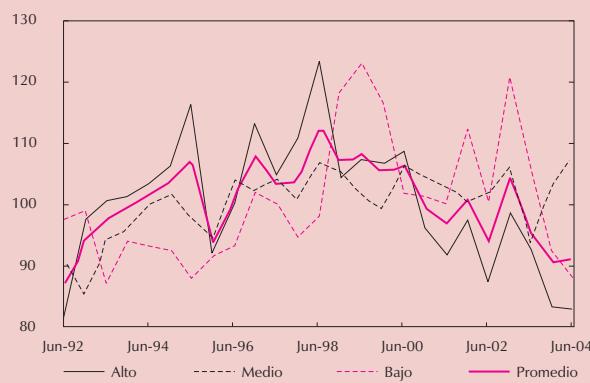
Tanto el indicador de burbuja general como los nuevos por estrato, sugieren que no existe evidencia de sobrevaloración en el mercado de vivienda (gráficos R4. 1, R4. 2 y R4. 3). No obstante, cabe resaltar que a diferencia del resto de estratos, los estratos medios exhiben un

¹ El indicador de burbuja se construye a partir de un índice de precios sobre retornos (*price to equity*) de activos. Esta metodología consiste en comparar un índice de precios de activos con su respectivo índice de retornos, razón que posteriormente se contrasta con su media de largo plazo, con el fin de tener una medida del grado de exceso o defecto de valoración observado en el mercado en cuestión.

repunte en el indicador en el primer semestre de 2004. Adicionalmente, estos nuevos indicadores registran que el retroceso de la burbuja de la década de los noventa en el mercado de vivienda tuvo lugar entre 1998 y 1999, y no en 1995, como lo mostraban tanto el antiguo indicador² como el calculado con el índice de precios de la vivienda usada (IPVU)³.

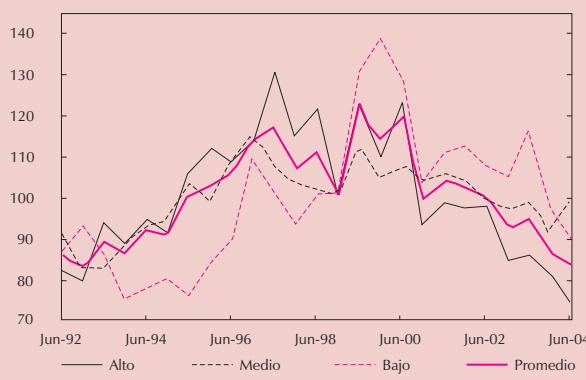
Por otra parte, los indicadores por estrato sugieren que la burbuja fue más fuerte en el mercado de vivienda nueva que en el de vivienda usada (gráficos R4. 1 y R4. 2). Esto podría explicarse por los costos de menú que implica el negocio de la construcción⁴, que hacen que el ajuste en precios no sea inmediato. Por ende, en el caso de que los oferentes sobreestimen el precio del activo, las rigideces en precios implicarían que la burbuja sea más fuerte en este mercado.

**GRÁFICO R4.1
INDICADOR DE BURBUJA POR ESTRATOS (IPVU)**



Fuente: Jaramillo (2004), cálculos del Banco de la República

**GRÁFICO R4.2
INDICADOR DE BURBUJA POR ESTRATOS - ÍNDICE DE PRECIOS DE LA VIVIENDA NUEVA (IPVN)**



Fuente: Jaramillo (2004), cálculos del Banco de la República

² Calculado con los índices de precios de vivienda nueva del DANE y de alquileres del DNP.

³ Véase *Reporte de Estabilidad Financiera* de junio de 2004, p. 53

⁴ Por ejemplo, los constructores tienen gastos publicitarios y de comercialización que hacen que los precios no se puedan ajustar inmediatamente.

**GRÁFICO R4.3
INDICADOR DE BURBUJA DNP (IPVN)**



Fuente: DANE y DNP, cálculos del Banco de la República

Al desagregar el análisis por estrato, se encuentra que los estratos altos exhibieron la burbuja más pronunciada durante los noventa (gráficos R4. 1 y R4. 2). Específicamente, el estrato 5 fue el más afectado por el retroceso de la burbuja durante la crisis⁵. Sus altos niveles de apalancamiento, la caída en los precios de vivienda, las altas tasas de interés y el incremento en el desempleo de los jefes de hogar se tradujeron en un aumento de la probabilidad de no pago. La conjunción de estos factores se reflejó tanto en el aumento en los niveles de mora como en las ventas obligadas y daciones de pago de la vivienda.

En cuanto a los estratos medios, su indicador implica que estos enfrentaron la burbuja menos pronunciada, lo que sugiere que este mercado podría ser el más profundo y eficiente de todos⁶. Lo anterior permitió que, a diferencia de los altos, los estratos medios no fueran tan afectados por la caída en precios.

Finalmente, los indicadores de burbuja en estratos bajos mostraron un patrón de comportamiento distinto antes y después de la crisis. Previamente a ésta, las viviendas en estratos bajos presentaban el indicador de burbuja más bajo, tanto en vivienda nueva como en usada. Esto podría explicarse por las innovaciones tecnológicas en construcción, las cuales presionarían a la baja los precios de la vivienda. Por último, en el período posterior a la crisis, los estratos bajos presentaron el indicador más alto de todos los estratos, lo que está, relacionado, en parte con los subsidios de vivienda, los cuales aumentan la demanda, e impulsan así los precios.

II. Mercado bursátil

El mercado bursátil, que presentaba un crecimiento sin precedentes desde mediados de 2003, experimentó una caída importante durante el mes de marzo de 2005. La reversión en la

⁵ Véase en Temas de Estabilidad Financiera, de esta edición.

⁶ En este contexto, la eficiencia implica una mejor afluencia de la información en el mercado que permite que los precios se mantengan cerca de su media de largo plazo. Esta eficiencia podría explicarse por la profundidad del mercado, dado que gran parte de la población y las viviendas se encuentran concentradas en estos estratos.

tendencia alcista del IGBC, fue reflejo del comportamiento de las expectativas de los inversionistas locales, quienes ante los anuncios de posibles presiones inflacionarias en los Estados Unidos supusieron aumentos en la tasa de interés de la Fed. Esto habría implicado una reversión en los flujos de capital, por lo que tanto el mercado bursátil como el mercado secundario de deuda pública sufrieron importantes caídas en los precios de sus activos durante el mes de marzo.

Sin embargo, a partir de abril, cuando cesó la incertidumbre con respecto a los movimientos de la tasa de referencia de la Fed, el IGBC volvió a presentar un crecimiento favorable, al mantenerse en niveles superiores a los reportados durante el año 2004.

Este comportamiento, que puede ser en parte respuesta a fundamentales macroeconómicos, también podría ser el reflejo una posible burbuja especulativa en este mercado. Para verificar esta posibilidad, se construye una razón entre el IGBC y un indicador de retorno de activos de las firmas cotizantes⁷.

El Gráfico R4. 4 muestra el valor de la razón entre el IGBC y el índice de retorno de activos de las firmas. Tal como se presentaba desde el pasado *Reporte de Estabilidad Financiera*, el mercado de valores exhibe evidencia de burbuja. Si bien los niveles de sobrevaloración (levemente superiores al 200%) parecen excesivos, la atención debe centrarse en la tendencia del indicador⁸. Cabe resaltar que ésta ha sido liderada principalmente por el fuerte crecimiento del IGBC, el cual registró un incremento promedio anual de 63% en los últimos tres años.

**GRÁFICO R4.4
RAZÓN DE IGBC A ÍNDICE DE RETORNO AL CAPITAL**



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

⁷ El indicador se calcula de la siguiente forma: 1) con información de la Superintendencia de Valores, se construye la razón entre utilidad operacional y la cuenta correspondiente a propiedad, planta y equipo; 2) se toma el promedio móvil de los últimos 8 trimestres de la razón calculada anteriormente, y se pondera por el monto de capital fijo de la firma como proporción del acervo de capital total de la muestra, y 3) se agrega la información y se eliminan las observaciones negativas, al considerarse que estas firmas, por ser las menos bursátiles, no entran en la construcción del IGBC.

⁸ El nivel del indicador está influido por tres factores: 1) el tamaño de la muestra, que toma toda la parte descendente del ciclo económico (1998-2001) y solo parte de la fase ascendente anterior a 1997; 2) la muestra es sesgada pues solo incluye las empresas más bursátiles de la base de la Superintendencia de Valores, y 3) la mayor profundidad de este mercado. Esto último ha generado un ambiente propicio, tanto para una mayor participación de inversionistas institucionales (por ejemplo, fondos de pensiones) como de capitales extranjeros. Para una explicación más completa de estos factores, véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de diciembre de 2004.

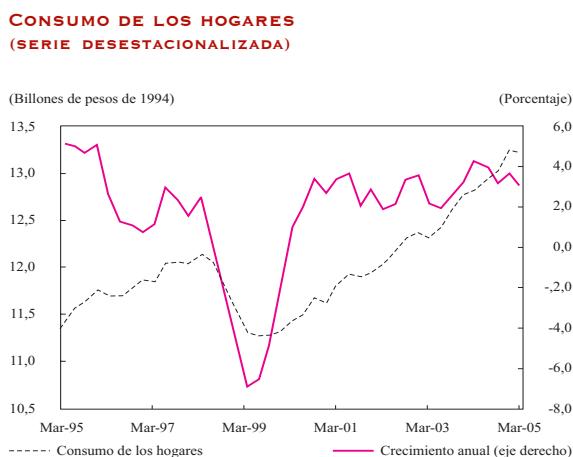
En conclusión, si bien no existe evidencia de burbuja de precios en el mercado hipotecario, el mercado bursátil sí presenta síntomas de sobrevaloración. Específicamente, en este último se resalta el comportamiento favorable del IGBC, que continúa superando de manera sustancial el retorno sobre capital de las empresas que cotizan en dicho mercado. Este fenómeno podría estar inducido por la importante entrada de capitales extranjeros así como una mayor confianza de parte de inversionistas domésticos.

Se debe resaltar que el desarrollo registrado por el mercado bursátil colombiano, dentro de un contexto de importantes entradas de capital, podría implicar que el indicador aquí construido sea representativo de un fenómeno a nivel agregado, dado que buena parte de los flujos externos de inversión se han destinado a buscar retornos en firmas que no cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Finalmente, cabe anotar que la estabilidad de las tasas de interés y los bajos niveles de inflación también han favorecido positivamente el precio de las acciones.

Referencia

Jaramillo, S. Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá 1970-2004. Documento CEDE No 42, *Universidad de los Andes*, 2004. Disponible en <http://economia.uniandes.edu.co/documentocede2004-42.htm>

GRÁFICO 25



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

B. HOGARES

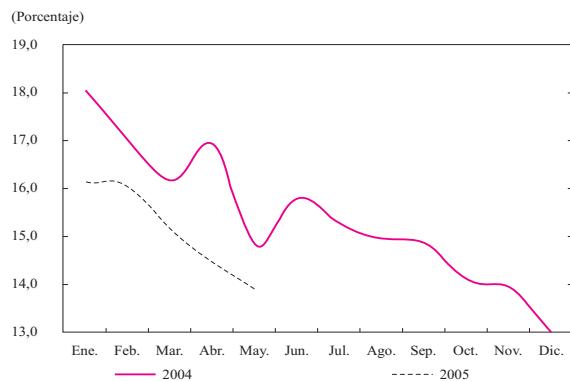
1. Situación financiera de los hogares

El consumo de los hogares ha presentado un comportamiento favorable desde comienzos de 2000, al mantener crecimientos reales cercanos a 3%. Durante el primer trimestre de 2005, el gasto de los hogares registró un crecimiento de 3,2%, que si bien fue inferior al 3,7% reportado en el último trimestre de 2004, sigue representando un incremento real importante del gasto (Gráfico 25). Esta expansión en el consumo se dio por el buen desempeño que tuvo, tanto el gasto en bienes durables (16,5%) como en no durables y servicios (1,9% y 2,1%, respectivamente), durante el primer trimestre de 2005.

La dinámica favorable del gasto de los hogares está relacionada, en parte, con el buen comportamiento del mercado laboral. El desempleo en las 13 ciudades principales del país sigue reportando los niveles más bajos para todos los meses en el año 2005. Para mayo, la tasa de desempleo se situó en 13,9%, cifra inferior en 1

GRÁFICO 26

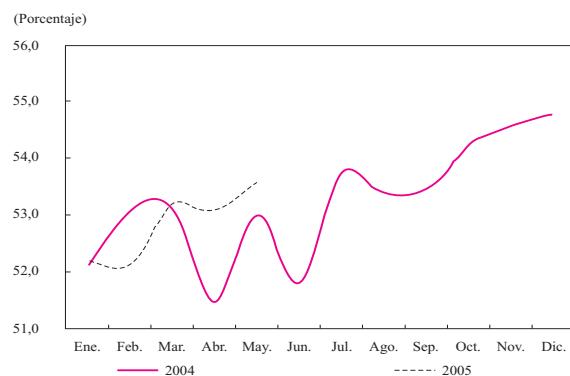
TAZA DE DESEMPLEO



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 27

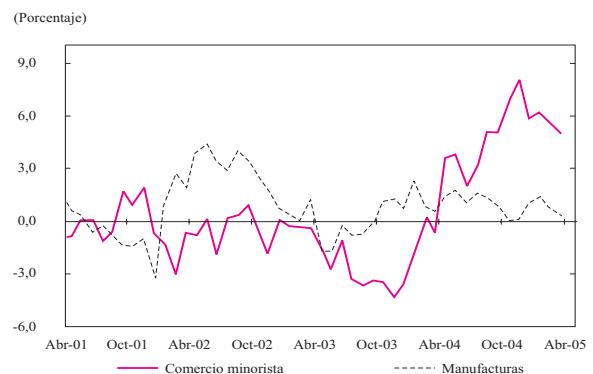
TAZA DE EMPLEO



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 28

CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE SALARIOS REALES POR INDUSTRIA



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

pp a la registrada en mayo de 2004, el nivel más bajo registrado desde que comenzó la encuesta continua de hogares (ECH) para ese mes (Gráfico 26). El subempleo comenzó el año con la misma tendencia, al registrar las menores tasas desde que inició la medición de la ECH. Sin embargo, en el mes de mayo el indicador superó el nivel del mismo mes del año anterior en 1,3 pp.

La tasa de ocupación empezó el año en niveles inferiores a los de 2004, explicado por el estancamiento en el número de ocupados durante los primeros dos meses de 2005 y el aumento marginal en la población en edad de trabajar. No obstante, a marzo el indicador empezaba a mostrar una dinámica más favorable, acercándose a los niveles del mismo mes de 2004. Esta tendencia creciente se mantuvo en los dos meses siguientes, lo que permitió que en mayo la tasa de empleo se ubicara 0,6% por encima del registro del mismo mes de 2004 (Gráfico 27).

Por su parte, los salarios reales presentaron un comportamiento favorable durante los últimos 12 meses. Los salarios del comercio minorista han tenido un desarrollo especialmente notable, luego de presentar un crecimiento importante durante 2004. A comienzos del presente año, el ritmo de crecimiento se ha desacelerado, pero permanece en niveles altos cercanos al 5%. Los salarios manufactureros no presentaron un crecimiento tan pronunciado como el experimentado durante gran parte de 2002, pero cabe resaltar que mantuvieron tasas de crecimiento reales positivas, lo que evidenció un mejoramiento en la situación financiera de los trabajadores (Gráfico 28).

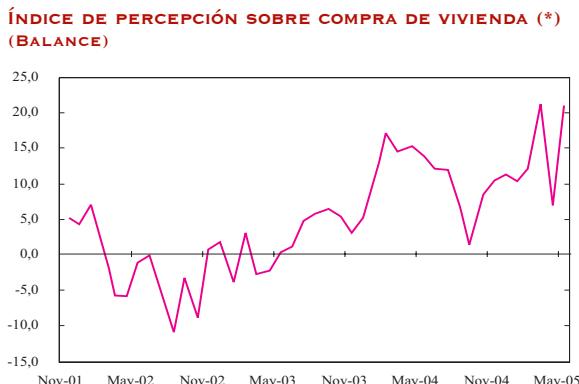
En general, las condiciones del mercado laboral parecen favorables para los hogares, en especial por el mejor comportamiento de la tasa de ocupación a partir de abril y la reducción en el desempleo de este mes al nivel más bajo registrado desde que se inició la ECH. Esta tendencia, junto con el comportamiento de los salarios, parece sustentar la capacidad de pago de los hogares.

2. Perspectivas

Las expectativas de los hogares con respecto al estado de la economía, medidas a través del índice construido

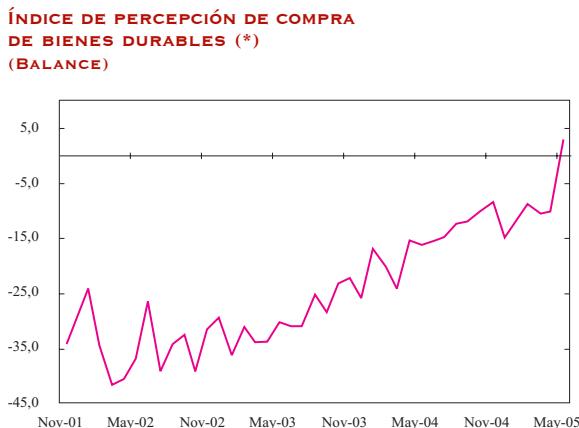
GRÁFICO 29

Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 30

(*) Porcentaje de hogares que cree que es un buen momento para comprar menos el porcentaje que cree que es mal momento.

Fuente: Fedesarrollo, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 31

(*) Porcentaje de hogares que cree que es un buen momento para comprar automóvil y otros bienes grandes (electrodomésticos y muebles), menos el porcentaje que cree que es mal momento.

Fuente: Fedesarrollo, cálculos Banco de la República.

por Fedesarrollo, se encuentran por debajo de los niveles presentes durante los primeros meses del año anterior. De hecho, las expectativas han presentado un panorama poco optimista desde mediados de 2004, al situarse entre 5 y 10 puntos por debajo de los niveles exhibidos en años anteriores (Gráfico 29). Sin embargo, cabe resaltar que la brecha entre los niveles de 2005 y 2004 parece estar cerrándose.

El índice de percepción de compra de vivienda siguió con la tendencia creciente que lo ha caracterizado desde el último trimestre de 2004, al registrar máximos históricos desde que se inició la encuesta, en noviembre de 2001 (Gráfico 30).

El indicador de percepción de compra de bienes durables, se incrementó de manera importante en mayo de 2005. Este comportamiento está explicado por la tendencia creciente del indicador de compra de vehículos, el cual había permanecido relativamente estable desde diciembre del año anterior. El índice de percepción de compra de muebles y otros bienes grandes, que mantiene un balance positivo durante la muestra, también presenta una leve tendencia creciente en los primeros meses de 2005 (Gráfico 31).

El mejoramiento relativo en los niveles de percepción de compra de bienes durables, junto con el crecimiento en el gasto de los hogares durante el último trimestre de 2004 y el comportamiento dinámico que presentan las ventas de electrodomésticos, muebles y vehículos en los primeros meses de 2005, explican gran parte del comportamiento expansivo de la cartera de consumo. De mantenerse las condiciones actuales, es de esperarse que esta cartera continúe con su dinámica favorable.

La cartera hipotecaria por su parte, presenta un panorama menos claro. Los desembolsos para compra de vivienda aumentaron cerca de 43% año a año en términos reales, para el mes de abril de 2005, y se situaron en el nivel más alto de los últimos seis años. Sin embargo, aún se mantienen muy por debajo de los niveles presentes en los años anteriores a la crisis (Gráfico 32). El mejor comportamiento de estos desembolsos lo presenta el crédito destinado a vivienda nueva (no vivienda de interés social, VIS), que durante

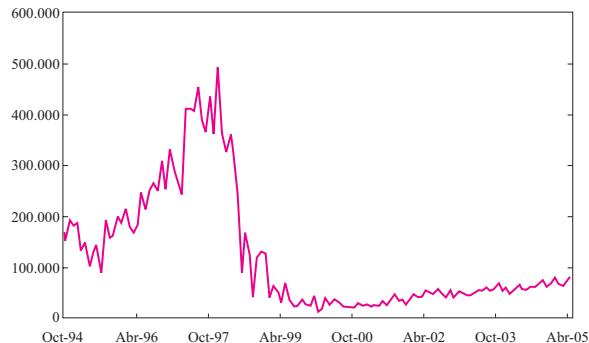
el último trimestre de 2004 presentó un crecimiento de 34% con respecto al mismo período de 2003.

Por otra parte, las licencias de área aprobada para construcción en el mes de abril cayeron e interrumpieron una leve tendencia creciente que se presentó en los primeros tres meses del año. Entre marzo y abril de 2005, el área aprobada para construcción se redujo en 17%. Si se tiene en cuenta el área aprobada durante los últimos doce meses, frente a abril del año anterior, la caída observada es cercana a 9%. Adicionalmente, algunos analistas parecen coincidir en que se ha presentado un cambio estructural en la forma en que los hogares financian su vivienda, ya que le da ahora mayor relevancia a los ahorros privados (cuentas AFC), remesas del exterior y créditos de consumo de corto plazo.

GRÁFICO 32

DESEMBOLSOS MENSUALES PARA COMPRA DE VIVIENDA

(Millones de pesos de marzo de 2005)



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV).

C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)

1. Deuda agregada del SPNF

En marzo de 2005 la deuda bruta del SPNF como porcentaje del PIB disminuyó con respecto al mismo mes del año anterior, al ubicarse en 57,2%. Esto se debe a que la deuda externa del SPNF disminuyó como consecuencia de la revaluación de la tasa de cambio, ya que tanto la externa en dólares como la interna aumentaron en 6% anual y 10,3% real anual, respectivamente (Cuadro 9).

CUADRO 9

DEUDA BRUTA DEL SPNF ^{1/}

	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB ^{3/}			Participación		Crecimiento nominal ^{4/}		
	Internacional ^{2/}	Exterior	Total	Internacional	Exterior	Total	Internacional	Exterior	Internacional	Exterior	Total en pesos en dólares
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8			
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,5	50,5	27,7	7,6	5,7 16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,6	48,4	48,1	36,2	5,9 42,1
Dic-98	23.946,4	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,5	50,5	27,5	38,8	16,5 33,0
Dic-99	32.928,0	32.879,2	65.807,2	21,7	21,7	43,4	50,0	50,0	37,5	34,5	10,7 36,0
Dic-00	46.653,2	41.965,2	88.618,4	26,7	24,0	50,7	52,6	47,4	41,7	27,6	7,3 34,7
Dic-01	54.905,1	50.795,7	105.700,9	29,1	27,0	56,1	51,9	48,1	17,7	21,0	17,8 19,3
Dic-02	67.838,4	61.974,8	129.813,2	33,2	30,5	63,7	52,3	47,7	23,6	22,0	(2,4) 22,8
Dic-03	75.078,0	65.883,0	140.961,0	33,0	28,9	61,9	53,3	46,7	10,7	6,3	9,6 8,6
Dic-04	84.263,7	59.778,7	144.042,4	33,4	24,0	57,4	58,5	41,5	12,2	(9,3)	2,2 2,2
Mar-05	88.735,4	59.149,0	147.884,4	34,3	22,9	57,2	60,0	40,0	15,8	(6,0)	6,0 6,0

1/ No incluye IFI.

2/ En la deuda interna del Gobierno nacional central se incluyen los bonos de capitalización de la banca pública.

3/ Para los datos trimestrales se utiliza el PIB de los últimos doce meses.

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

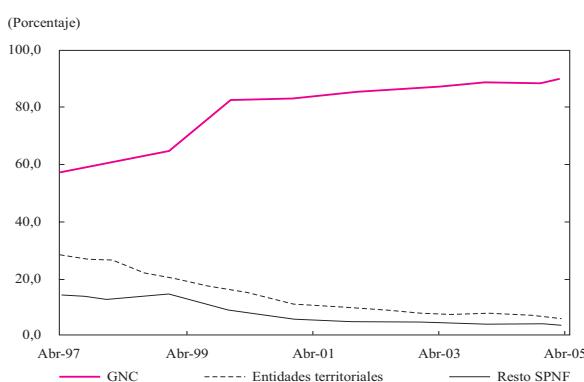
Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, en marzo de 2005, la deuda externa continuó perdiendo participación en la deuda total, mientras que la interna la aumentó, dado que la primera representó 40% y la segunda 60%. Esta recomposición de la deuda podría explicarse, en parte, por la revaluación de la tasa de cambio que genera incentivos para recomprar la deuda, así como por las condiciones favorables de la economía colombiana y su liquidez que hacen atractiva la financiación pública interna. Sin embargo, es de resaltar que el mayor endeudamiento interno del Gobierno se traduce en una mayor exposición del sistema financiero al riesgo de mercado, dado que los intermediarios financieros son los que absorben la mayor parte de esta deuda. Se debe mencionar que la aprobación reciente de la reforma pensional atenúa las presiones sobre la sostenibilidad de la deuda del sector público.

2. Deuda del Gobierno nacional central (GNC)

GRÁFICO 33

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA BRUTA DEL GNC SEGÚN PRESTATARIO



Fuente: Banco de la República.

En marzo de 2005, la deuda del GNC aumentó 3,1% real anual como resultado del aumento de la deuda interna, a pesar de la disminución de la deuda externa fruto de la apreciación de la tasa de cambio. Es de resaltar que la deuda total del GNC representa el 89,6% de la deuda del SPNF.

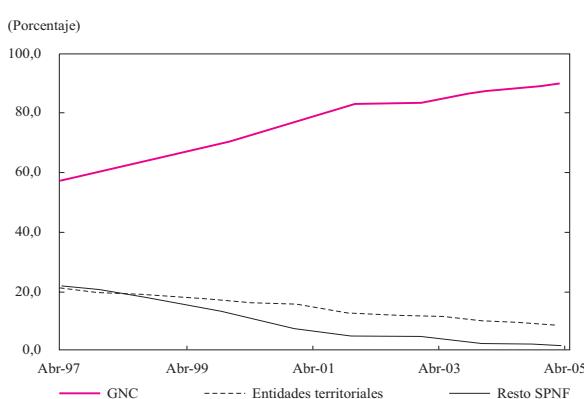
En cuanto a la deuda interna del Gobierno, ésta se incrementó 12% real anual, crecimiento no observado desde 2002 (Gráfico 33). Este crecimiento rompe la tendencia moderada²¹ que venía exhibiendo el endeudamiento interno desde 2003. Adicionalmente, este aumento en la deuda interna se tradujo en el incremento de la participación de los bonos en la deuda total interna. De hecho, en marzo de 2005, estos bonos representaron casi la totalidad de ésta con un 95,7%.

Con respecto a la deuda externa, el Gobierno disminuyó su endeudamiento en 7,9% real anual, como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio, ya que la deuda en dólares aumentó 9% anual (Gráfico 34).

Por su parte, en marzo de 2005, la participación de la deuda con multilaterales en la composición de la deuda externa disminuyó marginalmente al representar el 37,9% de la deuda total. Esto se explica por el prepago del crédito por US\$1.250, que el Gobierno tenía pactado con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

GRÁFICO 34

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA BRUTA DEL SPNF SEGÚN PRESTATARIO



Fuente: Banco de la República.

²¹ Los crecimientos de la deuda interna son moderados al compararlos con el 25,5% de crecimiento real anualizado promedio, entre 1995 y 2002.

CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS CONTRATADOS

Período	Monto contratado (Millones de dólares)	Período promedio	Tasa promedio de interés (Porcentaje nominal)
		De gracia (años)	Amortización (años)
1991	2.507	6,0	7,5
1992	847	4,2	7,8
1993	1.526	3,4	6,9
1994	1.715	4,0	7,3
1995	1.715	2,7	6,8
1996	3.489	1,5	7,8
1997	2.331	1,3	8,0
1998	3.104	1,2	8,2
1999	3.861	2,4	10,0
2000	3.192	1,1	11,8
2001	6.441	2,1	9,5
2002	2.042	1,5	7,8
2003	4.629	3,5	5,9
2004	3.364	3,3	6,8

Fuente: Banco de la República.

Esto se tradujo en un aumento en la participación de los bonos que representaron el 56% en la misma fecha. El 6% restante corresponde a deuda con bilaterales, banca comercial y proveedores.

Como se observa en el Cuadro 10, el GNC contrató préstamos en moneda extranjera por US\$3.364 millones (m) en 2004. En cuanto a las condiciones financieras de estos créditos, el período promedio de gracia se redujo marginalmente, mientras el período de amortización y la tasa de interés promedios aumentaron.

3. Relación deuda sobre ingresos del GNC

Si bien la relación deuda a ingresos del GNC cayó considerablemente en marzo de 2005, con respecto al mismo mes del año anterior, ésta repuntó en el primer trimestre del presente año (Cuadro 11). Esto corresponde principalmente al importante crecimiento de la deuda interna, 12% real anual, aunque cabe mencionar que éste aumento se presentó paralelo a una reducción en las tasas de interés domésticas²².

Por su parte, la deuda externa disminuyó 7,9% real anual, debido principalmente a la revaluación de la tasa de cambio, ya que la deuda externa en dólares creció al 9% anual.

CAPACIDAD DE PAGO DEL GNC

Año	Miles de millones de pesos		
	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / ingresos
1995	11.559,8	9.599,9	120,4
1996	14.452,3	12.140,3	119,0
1997	21.778,2	15.237,5	142,9
1998	31.232,0	16.880,2	185,0
1999	47.916,0	20.164,6	237,6
2000	70.677,3	23.196,7	304,7
2001	88.689,0	28.941,8	306,4
2002	110.578,6	31.459,1	351,5
2003	123.635,1	35.798,3	345,4
2004	128.408,3	40.911,7	313,9
Mar-05	132.852,3	41.581,4	319,5

Fuente: Banco de la República.

²² La tasa spot a 10 años cayó 141 pb entre marzo de 2004 y el mismo mes de 2005.

IV. IMPACTO DE CAMBIOS EN LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS SOBRE LOS RIESGOS DEL SISTEMA FINANCIERO

Los ejercicios de sensibilidad del balance del sistema financiero y sus deudores muestran que aunque el riesgo de crédito representa todavía una fuente de vulnerabilidad importante, el riesgo de mercado es cada vez más relevante.

Como se puede concluir de la sección II del Reporte, la situación actual del sistema financiero se caracteriza por un crecimiento considerable de los principales componentes del activo, respaldado por una expansión en las captaciones y en el patrimonio de los intermediarios. Adicionalmente, el riesgo de crédito se ha mantenido en niveles históricamente bajos que no plantean preocupaciones inmediatas sobre la solidez del sistema.

A pesar de la buena situación que sugiere el panorama descrito, existen vulnerabilidades potenciales que se manifestarían ante cambios en algunas de las variables macroeconómicas más importantes. El objetivo de esta sección es analizar el impacto de los choques en las variables mencionadas sobre los riesgos que enfrenta el sistema financiero.

Para tal efecto, se realizan ejercicios de sensibilidad²³ encaminados a estimar las pérdidas asociadas con el aumento en los riesgos de crédito y de mercado, como consecuencia de escenarios adversos en las tasas de interés, la tasa de cambio y la actividad económica.

A. RIESGO DE CRÉDITO

El Capítulo II del Reporte muestra una buena situación en los indicadores de calidad de cartera. Sin embargo, cambios en el entorno macroeconómico pueden

²³ Los ejercicios de sensibilidad evalúan el efecto de un cambio en una variable específica, sin tener en cuenta la interacción de ésta con otras variables.

alterar esta tendencia en la medida en que estos afecten la capacidad de pago de los deudores. Lo anterior se traduciría en una mayor exposición al riesgo de crédito por parte del sistema financiero.

Con el objeto de cuantificar el costo de cambios en las variables macroeconómicas, a continuación se presentan ejercicios que calculan el gasto adicional en provisiones que los establecimientos de crédito deberían realizar en caso de darse movimientos adversos de estas variables.

Los cambios en el entorno macroeconómico podrían afectar la capacidad de pago de los deudores del sistema financiero, lo que implicaría un mayor riesgo de crédito.

1. Crédito a los hogares

La calidad de las carteras hipotecaria y de consumo depende de la capacidad de pago de los hogares. Aquella, a su vez, se ve afectada por los ingresos que estos perciben y por la tasa de interés de los créditos. En lo que sigue, se analiza el efecto de los cambios en cada uno de estos factores sobre la calidad de cartera de los hogares, para un horizonte de tiempo de un año.

El costo de una reducción en la actividad económica, cercana a una tercera parte de lo observado durante la crisis de finales de la década pasada, implica una provisión adicional para el sistema, equivalente a \$34 miles de millones (mm), para el caso de la cartera de consumo, y \$10 mm para la cartera hipotecaria. A pesar de ser valores pequeños, si se comparan con las utilidades registradas en los últimos meses, estas provisiones representan, respectivamente, un 21% y 12% del gasto realizado en este rubro durante 2004²⁴.

Partiendo de la recomendación internacional para economías en desarrollo, se considera un escenario de aumento en tasas de interés de 200 puntos básicos (pb). Los ejercicios realizados para la cartera de consumo muestran que este aumento tendría un costo de \$74 mm en provisiones adicionales, lo que es equivalente a 45% en el gasto en provisiones actual²⁵.

2. Crédito al sector corporativo privado

La calidad del crédito comercial del sistema financiero está relacionada directamente con la rentabilidad de las empresas del sector corporativo privado. Para evaluar el comportamiento de esta cartera en momentos de tensión, se crean varios escenarios en los cuales la rentabilidad de las firmas se ve afectada por cambios en el entorno macroeconómico.

²⁴ Durante 2004, el gasto en provisiones de las entidades del sector financiero alcanzó el 1,3% del acervo de cartera. Los cálculos presentados suponen que todos los tipos de cartera se provisionan a la misma tasa. Para referencias sobre el nivel de provisiones véase *Esquema de provisiones anticíclicas en Colombia*, en *Temas Especiales en Estabilidad Financiera*, al final de este Reporte.

²⁵ Para el caso de la cartera hipotecaria, el efecto directo de aumentos de tasas de interés sobre la calidad de la cartera no es tan claro, ya que estos créditos se encuentran indexados a la UVR.

Los ejercicios realizados muestran que el riesgo de crédito no plantea una amenaza grave para la estabilidad del sistema financiero en el corto plazo.

Al descomponer la calidad de la cartera por sectores, se encuentra que los sectores más sensibles ante cambios en la rentabilidad son los de agricultura, ganadería, caza y silvicultura y el sector de la construcción. De la misma forma, los sectores menos sensibles son el sector educación y el de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. A continuación se presentan los principales resultados para el agregado de la cartera comercial.

Primero, el efecto de un aumento en las tasas de interés sobre las empresas depende de su nivel de endeudamiento. Para este caso, se utiliza la información de obligaciones financieras en moneda legal que reportan las empresas en sus balances, así como los flujos de gastos financieros del estado de pérdidas y ganancias. Un aumento de 200 pb en las tasas de interés incrementa los gastos financieros de las empresas y disminuye así sus utilidades. Esta disminución en la rentabilidad puede traducirse en un aumento de la cartera vencida. El efecto que tendría este resultado sobre los balances del sistema financiero sería un incremento en \$18,9 mm en las provisiones, lo que implica un aumento de 5,1% en el gasto de provisiones con respecto a lo observado en 2004.

Segundo, un mayor precio del dólar afecta a las empresas que tienen deuda en esa denominación²⁶. Sin embargo, muchas de ellas pueden cubrirse de estas variaciones en el tipo de cambio al adquirir activos financieros en la misma moneda. Para este ejercicio se tiene en cuenta la posición pasiva neta en moneda extranjera de las firmas²⁷. Se contemplaron dos escenarios de tensión para la tasa de cambio: un incremento de \$48 asociado a la devaluación máxima implícita en los contratos *forward* de divisas a diciembre de 2005 y una subida de \$620 coherente con la devaluación observada en 2002.

Dado que las empresas colombianas tienen una posición pasiva neta, los aumentos en el tipo de cambio afectan negativamente la rentabilidad de estas. El efecto final de la caída en la rentabilidad asociada al primer choque implicaría un aumento de \$8,6 mm en las provisiones del sistema financiero, que representa un incremento de 2,3% en este gasto. Sin embargo, al considerar el escenario extremo, el aumento en las provisiones del sistema financiero sería de \$102,1 mm que equivale a un incremento en este gasto de 27,6%.

Adicionalmente, al considerar por separado las empresas productoras de bienes transables y no transables, se encuentra que el indicador de calidad de cartera de la segunda es más sensible ante cambios en los niveles de rentabilidad. Al aplicar los mismos choques a la tasa de cambio (\$47,8 y \$620), los resultados fueron los

²⁶ Para este ejercicio sólo se tuvo en cuenta el efecto de hoja de balance de pérdidas por valoración.

²⁷ Para la posición pasiva de las firmas se utilizan las obligaciones financieras de corto plazo y con proveedores en moneda extranjera, mientras que para la posición activa se tienen en cuenta únicamente las cuentas corrientes de compensación. Es importante tener en presente que las cuentas corrientes de compensación sólo representan una parte de los activos en moneda extranjera que poseen las empresas colombianas. Por disponibilidad de información, se utilizan como una aproximación para calcular la posición neta de las empresas.

siguientes: 1) Las nuevas provisiones que se generan en el caso de las productoras de bienes transables son iguales a \$2,2 mm y \$25,8 mm, respectivamente (0,6% y 7% de los gastos en provisiones de 2004). 2) En el caso de las empresas productoras de bienes no transables las provisiones adicionales serían iguales a \$4,8 mm y \$59,6 mm, respectivamente (1,3% y 16,1% de los gastos en provisiones de 2004).

Por último, ante una caída real de 3% en las ventas de las empresas (aproximación a un escenario de desaceleración de la actividad económica), la utilidad antes de impuestos se reduce considerablemente e, incluso, se generan pérdidas en algunos sectores. Esta situación se transmite a los balances del sistema financiero a través de un incremento en la cartera vencida y, por tanto, en las provisiones, las cuales aumentarían \$269,5 mm de manera que se aumentaría en un 72,9% el gasto actual.

Estos posibles cambios en las variables macroeconómicas pueden hacer vulnerables a las empresas en términos de rentabilidad y afectar así la solidez del sistema financiero. Sin embargo, la magnitud del efecto dependerá de la situación en la que se encuentren las empresas y del tamaño de los choques.

Los anteriores ejercicios muestran que el riesgo de crédito en los escenarios analizados no plantea una amenaza grave para la estabilidad del sistema financiero en el corto plazo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los ejercicios presentados no contemplan la correlación entre choques a las variables. Por lo anterior es importante continuar monitoreando este riesgo pues, en momentos de tensión, es posible que se realicen varios de los escenarios simultáneamente.

B. RIESGO DE MERCADO

A pesar de que el riesgo de crédito continúa como un componente importante a la hora de analizar la estabilidad del sistema financiero, la buena situación que presentan los principales deudores hace que en el corto plazo otros tipos de riesgo adquieran mayor importancia. En particular, el impacto de cambios en la tasa de interés sobre la valoración del acervo de inversiones del sistema ha demostrado ser una fuente importante de vulnerabilidad. Dado que un alto porcentaje de las inversiones del sistema financiero se encuentran denominadas en títulos de deuda pública, a continuación se presenta un ejercicio que busca cuantificar el riesgo de mercado de estos títulos. Cabe recordar que algunos episodios de materialización de dicho riesgo provocaron breves períodos de inestabilidad en agosto de 2002, abril de 2004 y marzo de 2005.

1. El mercado secundario de TES B

La participación alcanzada por las inversiones financieras, y en especial por los títulos de deuda pública, es uno de los mayores cambios experimentados

Sin embargo, los ejercicios realizados no contemplan la posibilidad de enfrentar varios de los escenarios simultáneamente.

El impacto de cambios en la tasa de interés sobre la valoración del acervo de inversiones del sistema ha demostrado ser una fuente importante de vulnerabilidad.

Ante un aumento paralelo de 100 pb las entidades de crédito podrían experimentar pérdidas por \$502 mm, de las cuales 94% le correspondería a los bancos comerciales.

en el balance bancario en los últimos diez años²⁸. Diversos factores institucionales y económicos propiciaron la elevada preferencia por los valores gubernamentales²⁹.

Esta recomposición de activos tiene dos implicaciones. En primera instancia, reduce la exposición del sistema financiero al riesgo crediticio, ya que contribuye a la diversificación del portafolio. Por otra parte, genera una mayor vulnerabilidad a movimientos en las tasas de interés de mercado de las inversiones y aumenta, de esta manera, el riesgo de mercado al cual se expone el sistema financiero.

Sin embargo, la mayor exposición de los intermediarios financieros a dicho riesgo ha venido acompañada de medidas preventivas de parte de la Superintendencia Bancaria, la cual creó, en 2002, un requerimiento de capital por riesgos de mercado. Hay que aclarar que este mecanismo presenta algunas deficiencias. En primer lugar, la importancia de las volatilidades recientes de los precios en el cálculo de los requerimientos de capital hace que esta regulación sea procíclica, de manera que las entidades se ven obligadas a aportar más recursos en momentos de tensión en los mercados, que es justamente cuando se realizan las mayores pérdidas. En segundo lugar, el peso de los riesgos de mercado en la relación de solvencia continúa siendo reducido³⁰ a pesar de que, tal como se ve en los resultados de este capítulo, el riesgo de mercado es un factor cada vez más importante en la vulnerabilidad del sistema.

a. *Exposición del sistema financiero al mercado de TES B*

La creciente participación de los títulos de deuda pública dentro del balance de las entidades financieras resalta la importancia de llevar a cabo un ejercicio que se enfoque hacia la valoración de estos títulos a precios de mercado. Esto permite, en primera instancia, cuantificar el acervo de deuda pública a precios de mercado en poder del sistema financiero³¹; y, segundo, estudiar un posible escenario de la pérdida por valoración que sufrirían los tenedores de títulos públicos ante un cambio en las tasas de interés relevantes del mercado. Por lo anterior, se decidió tomar información de los títulos TES B, ya que éstos son los instrumen-

²⁸ Estos títulos llegaron a representar cerca de 21% de los activos en 2004, mientras que en 1999 y 1994 representaban no más de 7% y 2%, respectivamente.

²⁹ Entre los primeros, se cuenta el desarrollo del mercado de la deuda pública interna; y entre los segundos, la recesión económica de finales de los noventa, que llevó a las entidades crediticias a sustituir cartera por inversiones en títulos.

³⁰ La incorporación del riesgo de mercado en la relación de solvencia implica una caída del indicador de 1,7% en mayo de 2005 (de 16,5% a 14,3%).

³¹ Este ejercicio es útil, pues permite tener una medición que se sobrepone a la limitante de los datos reportados en los balances financieros enviados a la Superintendencia Bancaria, en donde, por disposiciones normativas, existe una mezcla de títulos valorados a precio de mercado con otros que no lo están.

tos de deuda pública más comunes dentro de los acervos de deuda pública en el portafolio del sistema financiero.

Para llevar a cabo la valoración se utilizó el precio de mercado de cada título, el cual se obtiene como el promedio de los precios a los que se llevan a cabo las negociaciones de la emisión respectiva en el día anterior, ponderando por el monto de cada una de las transacciones.

Para determinar el precio de los títulos que no se negocian en la fecha específica, se recurre a la información implícita en la curva de valoración (construida con los títulos que se negocian ese día) junto con el margen calculado al respectivo título en una negociación pasada³². Con la curva de valoración es posible extraer una tasa de descuento a plazos, la cual, sumada al margen, se utiliza para descontar los flujos que componen el título y así encontrar su precio. Adicionalmente, para el cálculo de las posibles pérdidas ante cambios en las tasas de interés, se utiliza la duración efectiva definida a partir de las *key rate durations*, siguiendo la metodología de cálculo de Thomas y Ho (1992)³³.

Al realizar el ejercicio para el 27 de mayo de 2005, se observa que las entidades de crédito cuentan con \$20,1 b de TES B a precios de mercado, un monto superior en 13% al registrado para noviembre de 2004 (Cuadro 12). Igualmente, el sector financiero no bancario ha presentado una mayor exposición a los títulos de deuda

³² El margen se calcula únicamente si el título ha marcado precio (en alguna fecha pasada). Con este precio es posible calcular una tasa de retorno específica para ese título. La diferencia entre esta tasa y la tasa que da la curva de valoración representa el margen, el cual se mantiene constante hasta que el título vuelve a marcar precio.

³³ Thomas, S y Y. Ho. Key Rate Durations: Measures of Interest Rate Risks. En: *The Journal of Fixed Income*. Vol. II, n.º 2, septiembre, 1992.

CUADRO 12

**SALDOS DE TES B VALORADOS A PRECIOS DE MERCADO, ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO
(MILLONES DE PESOS)**

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 27 de mayo de 2005				
Bancos comerciales	13.154.458	992.987	4.796.953	18.944.398
Compañías de financiamiento comercial y leasing	48.029	1.177	6.347	55.554
Cooperativas grado sup. car. fina	6.236	0	0	6.236
Corporaciones financieras	762.810	36.352	274.165	1.073.326
Total entidades de crédito	13.971.534	1.030.515	5.077.465	20.079.515
Saldos a 19 de noviembre de 2004				
Bancos comerciales	11.703.977	1.298.681	3.752.898	16.755.556
Compañías de financiamiento comercial y leasing	55.193	0	6.344	61.537
Cooperativas grado sup. car. fina	12.074	1.166	0	13.240
Corporaciones financieras	814.247	46.929	51.160	912.335
Total entidades de crédito	12.585.491	1.346.776	3.810.401	17.742.669

Fuente: Banco de la República.

pública, y ha incrementado su saldo a precios de mercado en 26% durante el mismo período (Cuadro 13). Para ambos grupos, la mayor parte del portafolio en títulos de deuda pública se compone de bonos denominados en tasa fija (*pesos*), mientras que los títulos en tasa variable (TV)³⁴ representan la menor proporción del portafolio. Esta participación reducida responde a la decisión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de suspender la emisión de estos títulos.

El incremento en los saldos a precios de mercado obedece tanto a un aumento en el saldo de capital (efecto cantidad) de TES B en la economía, como a una valorización de éstos (efecto precio). Sin embargo, vale la pena resaltar que el efecto cantidad explica cerca del 80% de la variación total, lo que evidencia el fuerte incremento en la tenencia de títulos de deuda pública por parte del sistema financiero (Cuadro 14).

³⁴ Los únicos títulos en tasa variable que existen en el mercado son aquellos indexados a la inflación (conocidos como IPC).

CUADRO 13

**SALDOS DE TES B VALORADOS A PRECIOS DE MERCADO, SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO
(MILLONES DE PESOS)**

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 27 de mayo de 2005				
Comisionistas de bolsa	196.653	5.538	113.645	315.836
Compañías de seguro y capitalización	1.284.933	211.604	554.472	2.051.009
Sociedades admón. fondos pensiones y cesantías	8.290.800	561.208	3.385.795	12.237.803
Sociedades fiduciarias	2.388.682	732.558	926.266	4.047.507
Total sector financiero no bancario	12.161.069	1.510.908	4.980.178	18.652.155
Saldos a 19 de noviembre de 2004				
Comisionistas de bolsa	162.672	3.553	119.511	285.736
Compañías de seguro y capitalización	727.201	251.070	640.321	1.618.592
Sociedades admón. fondos pensiones y cesantías	4.335.576	739.316	4.029.798	9.104.689
Sociedades fiduciarias	2.310.334	739.374	762.992	3.812.700
Total sector financiero no bancario	7.535.782	1.733.313	5.552.622	14.821.717

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 14

**VARIACIONES EN LAS TENENCIAS DE TES B
(MILLONES DE PESOS)**

	Variación por cantidades	Variación por precios	Variación total
Total entidades de crédito	1.886.530	450.316	2.336.846
Bancos comerciales	1.770.611	418.231	2.188.842
Compañías de financiamiento comercial y leasing	(8.511)	2.528	(5.983)
Cooperativas grado sup. car. fina	(6.407)	(598)	(7.004)
Corporaciones financieras	130.836	30.155	160.991
Total sector financiero no bancario	3.039.165	791.273	3.830.437
Comisionistas de bolsa	29.777	324	30.100
Compañías de seguro y capitalización	325.114	107.303	432.417
Sociedades admón. fondos pensiones y cesantías	2.559.038	574.076	3.133.114
Sociedades fiduciarias	125.237	109.570	234.807

Fuente: Banco de la República.

Como puede apreciarse en el Cuadro 15, el incremento en los saldos de capital de TES B fue de aproximadamente \$1,9 b, para el sector financiero, en el período considerado, representado en su mayoría por el incremento en las tenencias de los bancos comerciales. Por otra parte, es importante resaltar el incremento en el saldo de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, que en el período estudiado incrementaron su tenencia de TES B cerca de \$2,5 b (Cuadro 16).

b. Sensibilidad a incrementos en la tasa de TES

Los incrementos, tanto en los saldos como en los valores a precios de mercado señalan dos efectos importantes: en primera instancia, reflejan la creciente

CUADRO 15

**SALDOS DE CAPITAL TES B, ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO
(MILLONES DE PESOS)**

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 27 de mayo de 2005				
Bancos comerciales	11.454.433	836.329	4.455.680	16.746.441
Compañías de financiamiento comercial y leasing	39.578	1.000	5.877	46.454
Cooperativas grado sup. car. fina	5.259	0	0	5.259
Corporaciones financieras	658.413	30.702	254.526	943.642
Total entidades de crédito	12.157.684	868.031	4.716.083	17.741.797
Saldos a 19 de noviembre de 2004				
Bancos comerciales	10.382.301	1.141.630	3.451.900	14.975.830
Compañías de financiamiento comercial y leasing	49.136	0	5.829	54.966
Cooperativas grado sup. car. fina	10.666	1.000	0	11.666
Corporaciones financieras	724.012	41.677	47.117	812.806
Total entidades de crédito	11.166.115	1.184.306	3.504.846	15.855.268

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 16

**SALDOS DE CAPITAL TES B, SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO
(MILLONES DE PESOS)**

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Saldos a 27 de mayo de 2005				
Comisionistas de bolsa	172.635	4.608	105.837	283.080
Compañías de seguro y capitalización	1.087.775	179.063	521.177	1.788.014
Sociedades admón. fondos pensiones y cesantías	6.979.670	472.148	3.136.940	10.588.758
Sociedades fiduciarias	2.026.483	615.405	848.986	3.490.874
Total sector financiero no bancario	10.266.563	1.271.224	4.612.940	16.150.726
Saldos a 19 de nov de 2004				
Comisionistas de bolsa	139.250	3.236	110.818	253.304
Compañías de seguro y capitalización	652.484	221.161	589.255	1.462.900
Sociedades admón. fondos pensiones y cesantías	3.695.959	642.773	3.690.987	8.029.720
Sociedades fiduciarias	2.012.613	654.109	698.916	3.365.638
Total sector financiero no bancario	6.500.306	1.521.279	5.089.977	13.111.561

Fuente: Banco de la República.

profundización del mercado secundario de deuda pública al aumentarse la tenencia de títulos por parte del sistema financiero; adicionalmente, evidencian que si bien el incremento en saldos valorados a precios de mercado tiene un componente de cantidades importante, no puede despreciarse el efecto de los cambios en precios.

Por esta razón, se hace necesario cuantificar una posible pérdida por valoración de estos títulos³⁵. En el Cuadro 17 se presentan las posibles pérdidas que sufriría el sistema por un aumento paralelo de 100 pb³⁶ en la curva *spot* de los TES B³⁷. Vale la pena resaltar que este ejercicio supone que las entidades no ajustan sus portafolios ante el choque y desconocen la posibilidad que tienen éstas de vender algunos títulos antes de que se materialice la totalidad del choque.

Teniendo en cuenta estos supuestos, y dadas las duraciones de los títulos vigentes al 27 de mayo de 2005, las entidades de crédito podrían experimentar pérdidas por valoración de \$502 mm, donde el 94% le correspondería a los bancos comerciales. Por su parte, el sector financiero no bancario podría reportar pérdidas hasta por \$553 mm.

Para dar un orden de magnitud a las pérdidas por valoración en el grupo de entidades del sistema financiero, se calcula el porcentaje que representarían dichas

³⁵ El ejercicio de valoración a precios de mercado incluye la totalidad de TES B en poder de los agentes. Esto implica que las pérdidas por valoración comprenden también los títulos que se van a mantener hasta el vencimiento, por lo que dichas pérdidas pueden estar sobrevaloradas para agentes que tengan una proporción relativamente elevada de dichas inversiones.

³⁶ Para los TES UVR y tasa variable, se supone un aumento en el margen sobre la tasa de referencia (UVR e IPC, respectivamente). Si se tratara de un aumento en las expectativas de inflación, las pérdidas se darían únicamente en los títulos tasa fija.

³⁷ Las pérdidas estimadas son lineales a choques paralelos en la curva *spot*. De esta manera, un choque *n* veces mayor (menor) al considerado aquí implicaría pérdidas *n* veces mayores (menores) a las reportadas.

CUADRO 17

PÉRDIDAS POR VALORACIÓN (*) (MILLONES DE PESOS)

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Total entidades de crédito	(294.519)	(34.240)	(173.506)	(502.265)
Bancos comerciales	(276.787)	(33.134)	(163.440)	(473.361)
Compañías de financiamiento comercial y leasing	(924)	(35)	(273)	(1.233)
Cooperativas grado sup. car. fina	(99)	0	0	(99)
Corporaciones financieras	(16.710)	(1.071)	(9.793)	(27.573)
Total sector financiero no bancario	(316.484)	(53.022)	(183.124)	(552.630)
Comisionistas de bolsa	(4.327)	(196)	(3.769)	(8.292)
Compañías de seguro y capitalización	(31.104)	(7.504)	(23.288)	(61.896)
Sociedades admón. fondos, pensiones y cesantías	(225.413)	(21.802)	(131.376)	(378.592)
Sociedades fiduciarias	(55.640)	(23.519)	(24.691)	(103.850)

(*) Por cada 100 puntos básicos de aumento paralelo en la tasa de interés.
Fuente: Banco de la República.

pérdidas en el valor total del portafolio. Adicionalmente, se cuantifica el efecto de dichas pérdidas en la rentabilidad de las entidades de crédito a partir del porcentaje que éstas representarían en el total de utilidades anualizadas obtenidas a abril de 2005. Este último cálculo da una idea de qué tan sólidas son las entidades en términos de su rentabilidad, para enfrentar las pérdidas potenciales por riesgo de mercado, mientras que el primero da una idea de qué tan grande es éste para un portafolio determinado.

El Cuadro 18 indica el porcentaje que representa la pérdida por valoración sobre el valor del portafolio de inversión. Cabe resaltar que el riesgo de mercado es mayor en las entidades que conforman el sector financiero no bancario frente a las entidades de crédito, lo que refleja la sensibilidad superior del portafolio de éstas. Por otra parte, es importante notar que el mayor riesgo de mercado lo tiene el portafolio de las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, dada su sensibilidad ante un choque en las tasas de interés generado por una duración prolongada de éste. El resultado anterior es consecuencia de la naturaleza de largo plazo de su actividad, por lo que podría esperarse que una parte importante de las inversiones se mantenga hasta el vencimiento y que, por ende, no se realicen la totalidad de las pérdidas.

Las pérdidas que presentaría el conjunto de bancos comerciales, ocasionado por un aumento de 100 pb en las tasas de interés, representaría 19% de las utilidades anualizadas del conjunto de entidades (Cuadro 19). Este porcentaje es superior al 14% encontrado en un ejercicio similar realizado en 2003³⁸, cuando el sistema financiero no reportaba utilidades tan elevadas como las actuales (\$1.353 mm para los establecimientos de crédito, de los cuales \$833 mm corresponden a los

Las pérdidas potenciales de los bancos comerciales, como porcentaje de las utilidades, son mayores hoy que hace 2 años, cuando estas últimas eran menos de la mitad de lo que representan hoy en día.

³⁸ Gómez, José Eduardo; Janna, Michel; Martínez, Jimmy; González, Juanita. Efectos de choques en tasas de interés sobre la rentabilidad y solvencia de bancos y BECH. En Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República, mayo de 2003.

CUADRO 18

**PÉRDIDAS POR VALORACIÓN (*)
COMO PORCENTAJE DEL PORTAFOLIO DE TES B**

	En pesos	En tasa variable	En UVR	Total
Total entidades de crédito	2,11	3,32	3,42	2,50
Bancos comerciales	2,10	3,34	3,41	2,50
Compañías de financiamiento comercial y leasing	1,92	2,94	4,31	2,22
Cooperativas grado sup. car. fina	1,58	0,00	0,00	1,58
Corporaciones financieras	2,19	2,95	3,57	2,57
Total sector financiero no bancario	2,60	3,51	3,68	2,96
Comisionistas de bolsa	2,20	3,54	3,32	2,63
Compañías de seguro y capitalización	2,42	3,55	4,20	3,02
Sociedades admón. fondos, pensiones y cesantías	2,72	3,88	3,88	3,09
Sociedades fiduciarias	2,33	3,21	2,67	2,57

(*) Por cada 100 puntos básicos de aumento paralelo en la tasa de interés.
Fuente: Banco de la República.

**RESISTENCIA DE LAS UTILIDADES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO
ANTE UN AUMENTO DE 1% EN LA TASA DE TES B**

	Pérdidas por aumento en tasa de TES B (Millones de pesos)	Utilidad últimos 12 meses (abril 2005) (Millones de pesos)	Porcentaje de utilidad anual que se perdería con un aumento de 1% en la tasa de TES B
Total entidades de crédito	(502.265)	2.941.908	17,07
Bancos comerciales	(473.361)	2.471.470	19,15
Compañías de financiamiento comercial y <i>leasing</i>	(1.233)	167.367	0,74
Cooperativas grado superior de carácter financieras	(99)	17.973	0,55
Corporaciones financieras	(27.573)	285.097	9,67

Fuente: Banco de la República.

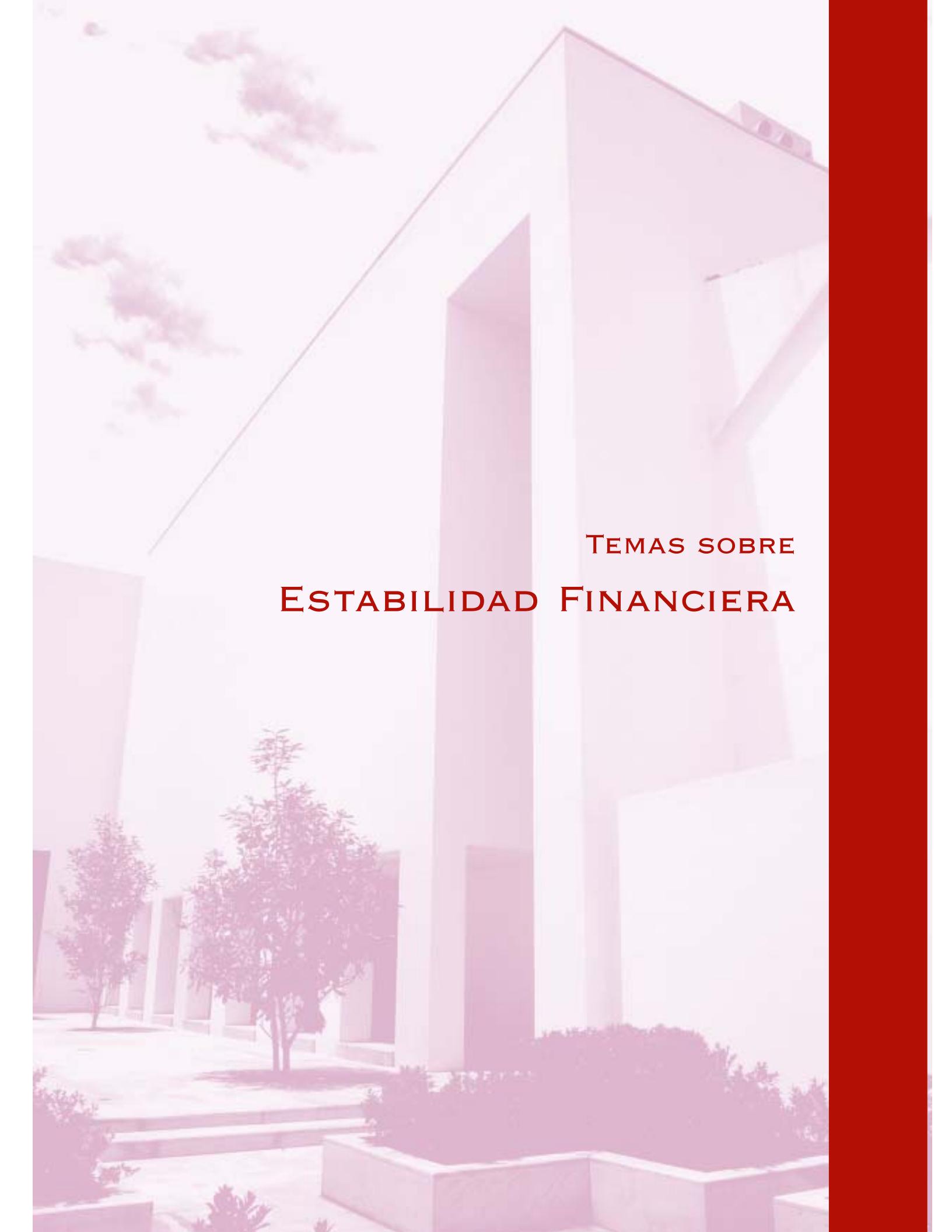
bancos comerciales). Esto último implica que el riesgo de mercado ha aumentado rápidamente en los últimos dos años, incluso más que el ascenso de las utilidades bancarias.

Adicionalmente, un ejercicio anterior a nivel desagregado³⁹ reveló que, ante un aumento paralelo de 100 pb en las tasas de interés, 5 de 25 entidades del sector bancario sufrirían pérdidas por valoración de más de 40% de sus utilidades. Lo anterior evidencia la fuerte exposición a este riesgo por parte de algunos intermediarios del sistema financiero.

En conclusión, la recomposición en el balance de las entidades financieras, en favor de una mayor participación de inversiones en títulos de deuda pública en el total del portafolio, ha permitido que el riesgo de mercado represente hoy un factor potencial de riesgo para el sistema. En efecto, en el evento hipotético que las tasas de TES B aumentaran inesperadamente en 100 pb, la totalidad del sistema financiero experimentaría pérdidas considerables, concentradas, en buena parte, en la banca comercial.

A pesar de que las potenciales pérdidas no parecen tener un impacto agregado exagerado, pues sólo representan 19% de las utilidades totales del último año, cabe resaltar que dicha proporción es más grande que hace dos años (14%), cuando las utilidades del sector bancario eran menos de la mitad de lo que representan en la actualidad. Por otra parte, a nivel desagregado, se encuentra que el 20% de los bancos comerciales sufriría pérdidas por valoración de más de 40% de sus utilidades. Este resultado destaca la importancia de continuar y mejorar los mecanismos de monitoreo existentes, con el fin de asegurar el cubrimiento adecuado del riesgo de mercado y así prevenir futuros episodios de estrés financiero.

³⁹ Gómez, Esteban; Janna, Michel; Avella, Mauricio. Sensibilidad del sistema financiero a choques en las tasas de los títulos de deuda pública (TES). En: Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República, mayo de 2005.



TEMAS SOBRE
ESTABILIDAD FINANCIERA

ANÁLISIS DE LAS FUSIONES EN EL MERCADO BANCARIO COLOMBIANO	
DAIRO ESTRADA	69
ESQUEMA DE PROVISIONES ANTICÍCLICAS PARA COLOMBIA	
ÓSCAR MARTÍNEZ	
FERNANDO PINEDA	
DAVID SALAMANCA	80
TENENCIA, DISTRIBUCIÓN Y VALOR DE LAS VIVIENDAS COLOMBIANAS A 2003	
CARLOS ANDRÉS AMAYA G.	
JIMMY MARTÍNEZ C.	93

ANÁLISIS DE LAS FUSIONES EN EL MERCADO BANCARIO COLOMBIANO

Dairo Estrada*

I. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años se han presentado diferentes procesos de fusiones, no solamente en el sector financiero, sino también en otras industrias. Dichos procesos generan preguntas relacionadas con las políticas adoptadas con respecto al *trade off* entre las ganancias por eficiencia y las pérdidas sociales, debido a la existencia de un mayor poder de mercado. Si las ganancias por eficiencia superan las pérdidas sociales generadas por incrementos en el poder de mercado, las fusiones pueden tener interés desde el punto de vista económico y de políticas antimonopolio.

Se puede el análisis de las fusiones de diferentes formas: primero, las fusiones pueden mejorar la eficiencia en costos; segundo, las fusiones pueden mejorar la eficiencia en beneficios que involucran combinaciones de insumos y productos superiores¹, y tercero, las fusiones pueden incrementar los beneficios a través de un poder de mercado superior en fijar precios. Un incremento en la concentración o en la participación de las firmas dentro del mercado puede generar posiciones que faciliten a los intermediarios fijar tasas más altas sobre sus servicios o productos, o tasas más bajas sobre los depósitos, sin ninguna mejora en eficiencia.

Desafortunadamente, no existen muchos trabajos que analicen las ganancias en beneficios, asociadas con la fusiones en los bancos. Adicionalmente, tampoco existen muchos estudios que determinen los cambios en los precios ante las fusiones. Los cambios en los precios revelan los efectos de las fusiones sobre el poder de mercado más los efectos en precios por incrementos en la eficiencia operativa de los bancos. En este trabajo se analiza el rol de las fusiones sobre eficiencia en beneficios y el poder de mercado. El análisis utiliza datos del sistema financiero colombiano para el período 1996-2004².

* El autor es investigador del Departamento de Investigaciones de la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República. Este trabajo corresponde al resumen del texto presentado en la serie Borradores de Economía, Banco de la República, No. 329: Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano. Las opiniones contenidas aquí son de responsabilidad exclusiva del autor y no reflejan necesariamente las del Banco de la República o su Junta Directiva.

¹ Akhavein *et al.* (1997), y Berger Mester (1997) explican cómo el concepto de eficiencia en beneficios es un concepto más global que la eficiencia en costos, porque toma en cuenta efectos de costos e ingresos sobre la elección del vector de productos que se mantienen fijo cuando consideramos la eficiencia en costos.

La sección II presenta alguna evidencia internacional, la sección III expone la medida de eficiencia en beneficios, en la sección IV se presentan los resultados en las medidas de eficiencia y los efectos de las fusiones, en la sección V se presenta un análisis de competencia como reflejo de cambios en los precios, asociados con las fusiones, y en la sección VI se presentan algunos comentarios finales.

II. EVIDENCIA INTERNACIONAL

Las fusiones y adquisiciones han cambiado significativamente durante los últimos años. En los Estados Unidos durante el período 1980-2003, el número de bancos ha caído de 16.000 a 8.000, aproximadamente. Esta caída ha producido un proceso de consolidación que incorpora procesos de fusiones para el saneamiento de algunas entidades participantes en el mercado³.

El proceso de consolidación se explica, fundamentalmente, por el impacto de la tecnología y la integración geográfica. Durante el período 1994-2003 se presentaron 3.517 fusiones. El punto cumbre de las fusiones fue el año 1998, un año histórico para las fusiones en los Estados Unidos. Se completaron 493 fusiones, que comprometieron cerca del 14% de los activos, depósitos y oficinas del sistema financiero (Cuadro 1). Durante el período 1985-1997, en la Unión Europea, el número de instituciones de crédito a caído de 12.256 a 9.285⁴.

² En el ámbito internacional, las ganancias en cuanto a eficiencia en costos como consecuencia de las fusiones son relativamente escasas. Algunos trabajos empíricos sugieren desviaciones promedio de los bancos con respecto a la frontera en la función de costos del nivel de 20%-25%. Véase Savage (1991), Shaffer (1993), y Berger y Humphrey (1992).

³ Véase Rhoades (2000).

⁴ Banco Central Europeo (BCE), (1999).

CUADRO 1

FUSIONES, ACTIVOS, DEPÓSITOS Y OFICINAS ADQUIRIDAS EN LOS ESTADOS UNIDOS (*)

Año	Fusiones	Activos	Porcentaje	Depósitos	Porcentaje	Oficinas	Porcentaje
1994	475	187.012	3,8	143.651	4,4	3.932	5,1
1995	475	254.851	4,9	186.968	5,5	4.981	6,5
1996	446	406.695	7,5	292.740	8,4	6.549	8,5
1997	422	311.871	5,3	230.148	6,1	5.687	7,3
1998	493	836.970	13,3	580.972	14,7	11.351	14,3
1999	333	276.643	4,2	186.440	4,6	3.477	4,3
2000	255	200.963	2,8	98.190	2,2	2.693	3,3
2001	231	359.495	4,6	236.067	5,0	4.958	6,0
2002	203	150.186	1,8	92.102	1,8	1.914	2,3
2003	184	88.330	1,0	66.950	1,2	1.741	2,1
Total	3.517	3.073.016		2.114.228		47.283	

(*) Datos en millones de dólares, excepto porcentajes.
Fuente: Pilloff (2004).

En un análisis reciente realizado por el BID, se presentan algunas características generales de los procesos de fusiones. En el estudio se explica cómo los procesos de fusiones presentan diferencias, si comparamos los procesos presentados en América Latina y los países desarrollados: en los países desarrollados las procesos de fusiones se presentan entre bancos locales y como consecuencia de reacciones a diferentes situaciones de mercado, mientras que en los países en desarrollo, las fusiones han sido efectuadas como respuesta a procesos de entrada de banca extranjera en los diferentes países, o como respuesta de las entidades reguladoras a episodios de crisis e inestabilidad financiera⁵.

Los procesos de fusiones presentan diferencias si comparamos los procesos de América Latina y los países desarrollados.

A. Poder de mercado y políticas de competencia

Tradicionalmente, las consideraciones competitivas no son muy tenidas en cuenta en el sector financiero. En algunos países desarrollados, incluidos los Estados Unidos, el sector bancario no ha tenido un control estricto sobre las políticas antimonopolio. En algunos casos, los procesos de fusiones solo requieren la aprobación del ente financiero regulador, pero no de la autoridad *antitrust*. Esto se puede explicar por el interés que existe sobre la estabilidad del sistema como principal objetivo de las autoridades. En el pasado, el poder de mercado era visto como un mecanismo mediante el cual se podía incrementar el valor de las firmas financieras, lo cual, a su vez, podía ser visto como un impedimento para que se tomarán posiciones más riesgosas por parte de los intermediarios financieros. Recientemente, la importancia sobre la vigilancia de la competencia ha incrementado su importancia para los entes reguladores, al establecer estableciendo políticas antimonopolio para aplicarlas durante los procesos de fusiones. Algunos países, como Australia, Canadá, Italia y Suiza, han aprobado procesos de fusiones pero teniendo en cuenta condiciones que eviten un detrimiento sobre la competencia.

Por lo anterior, las políticas antimonopolio han experimentado notables cambios; en los mercados emergentes, dichas políticas han empezado a ser tenidas en cuenta en los diferentes procesos de fusión. Sin embargo, existen aún algunos puntos que están por resolver: primero, se debe definir el ámbito geográfico de los productos y servicios, teniendo en cuenta los procesos de consolidación del sistema financiero. Segundo, se debe tener en cuenta cómo los procesos de fusiones afectan o generan barreras de entrada a nuevos competidores en el sistema. Tercero, es necesario considerar que los procesos de globalización, que permiten realizar transacciones desde y hacia el exterior, dificultan las políticas antimonopolio a nivel internacional. Las diferencias en regulación entre países también pueden generar inconvenientes para el seguimiento y vigilancia de la política competitiva en el mercado financiero. Por último, existen dificultades a la hora de promover acciones competitivas por parte de los reguladores sin entrar en detrimento de la estabilidad del sistema financiero. En el Cuadro 2 se ilustran las principales características de las políticas de competencia en los sistemas bancarios, para varios países desarrollados.

Tradicionalmente, las consideraciones competitivas no son muy tenidas en cuenta en el sector financiero.

⁵ Para una lectura más detallada de los procesos de consolidación bancaria en América Latina, véase BID (2004).

CUADRO 2

REGLAS ANTIMONOPOLIO Y SU IMPLEMENTACIÓN

País	Implementación	Reglas
Australia	<p>La Australian Competition and Consumer Comisión (ACCC, por su sigla en inglés) considera en el momento de la fusión dos aspectos:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. La proporción de mercado de la firma después de la fusión (15%). 2. La proporción de las cuatro entidades más grandes, que no puede sobrepasar el 75%. <p>Si se sobrepasan estos porcentajes, la ACCC considera otros factores para permitir o no la fusión.</p> <p>No se permiten fusiones entre las cuatro firmas más grandes.</p>	<p>Dirigida por: Trade Practices Act (1974). Puede prohibir procesos de fusión que ataque la competencia en el mercado.</p> <p>El ente regulador que administra dicho mandato es la ACCC.</p>
Bélgica	<p>La Comisión de Banca y Finanzas (CBF) tiene un plazo de tres meses para analizar los procesos de fusión. Durante los últimos años no se ha negado ninguna petición de procesos de fusión, y la Comisión y el Consejo de Competencia han aceptado los conceptos de la CBF.</p>	<p>Ley 5 de agosto de 1991 sobre protección de la competencia, (modificada en 1999), dirigida por la Comisión de Competencia, el Servicio de Competencia y el Consejo de Competencia. También existen entidades reguladoras para cada sector. En el sector financiero existe la CBF y la entidad supervisora de bancos.</p>
Canadá	<p>El acta de Competencia establece criterios de aprobación de la fusión basados en criterios de eficiencia (reducción de costos) y que la reducción de costos se traduzca en ahorros de recursos económicos. El análisis del Competition Bureau se describe en el informe: Merger Enforcement Guidelines as, Applied to a Bank Merger (1998). En términos generales después de la fusión, la firma no debe poseer más de 35% de la participación en la industria. Las cuatro firmas más grandes no deben superar el 65% y las firmas que se fusionan no debería poseer más del 10%.</p>	<p>Dirigida por el Competition Bureau, una agencia federal que define los mercados geográficos y de producto. Revisa los factores establecidos en el Acta de Competencia, sección 93.</p>
Unión Europea	<p>La mayoría de los procesos de fusión entre 1991 y 2000 han sido de carácter local, en los cuales la intervención de la Comisión ha sido mínima.</p>	<p>Regulación de Fusiones (1990), modificada en 1997. Las pequeñas fusiones atañen el ámbito de cada país. El ente encargado del cumplimiento de la regulación de fusiones es la Comisión Europea que sólo interviene en procesos que abarquen dimensiones de la Unión Europea (UE).</p>
Francia	<p>El Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI) no ha impedido ningún proceso de fusión. En 1998, cuando el CIC fue privatizado, se estudió el efecto de la adquisición por parte de cuatro entidades analizando la proporción en el mercado.</p> <p>En 1999 se analizó la fusión BNP-SocGen-Páribas Affair sobre la proporción del mercado.</p>	<p>Dirigida por la Comisión de Fusiones de la UE, a nivel local el CESEI.</p>
Alemania	<p>La Bundeskartellamt tiene cuatro meses para analizar la fusión. Se analiza la concentración después de la fusión, teniendo en cuenta la competencia con las otras firmas locales y extranjeras.</p>	<p>Regulación mediante el acta que prohíbe barreras a la competencia (Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen). La Bundeskartellamt es la entidad encargada de vigilar las fusiones acordes con la Comisión Europea. También están sujetas a la supervisión doméstica.</p>
Italia	<p>El Banco de Italia ha establecido cinco criterios sobre el comportamiento de los bancos, fijando algunas veces tasas sobre productos y mercados territoriales en acuerdo con la Asociación de Bancos de Italia.</p>	<p>El Banco Central de Italia estableció una función antimonopolio, basada en 33 archivos: 16 sobre consolidación, cinco sobre abusos de posición dominante, y 12 sobre acuerdos anticompetitivos. Se analizan posiciones relevantes en los mercados geográficos y de producto.</p>
España	<p>Si después de la fusión, la proporción del mercado es mayor a 25% o si el volumen de ventas es superior 40 billones de pesetas (0,24 billones de euros), se prepara un informe (con un mes de plazo) para aprobar la fusión.</p> <p>Si el gobierno no desea la fusión, puede solicitar una opinión de la corte y, luego, decidir.</p>	<p>Existe la Ley de Competencia 16/1989, artículos 14 al 18. Se aplica en mercados locales por fuera de consideración de la Comisión Europea.</p>
Estados Unidos	<p>Se analizan las fusiones en función de los niveles y variaciones en el índice Herfindahl Hirshman (HHI, por su sigla en inglés).</p> <p>Incrementos superiores a 200 puntos o un nivel superior a los 1800 puntos conducen a una revisión por parte del DOJ.</p> <p>Las fusiones entre bancos también están sujetas a la revisión de los reguladores bancarios federales y los gobiernos de cada estado con el mismo criterio del DOJ.</p> <p>En algunos casos, los bancos involucrados en procesos de fusiones han aceptado el cierre de algunas oficinas locales con el objeto de evitar posición dominante en alguna región en particular.</p>	<p>Dirigidas por el Departamento de Justicia (DOJ) y la Comisión Federal de Comercio. El DOJ es el encargado del análisis de las fusiones para los intermediarios financieros.</p>

Fuente: G-10 (2001).

Vale la pena resaltar que para el caso colombiano no existe una política clara que defienda la competencia en el sistema financiero. Sólo existe un mandato establecido en el Literal D del Artículo 58 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (EOSF), que establece:

Cuando, como resultado de la fusión, la entidad absorbente o nueva pueda mantener o determinar precios inequitativos, limitar servicios, o impedir, restringir o falsear la libre competencia en los mercados en los que participe, ya sea como matriz o por medio de sus filiales, y a su juicio no se tomen las medidas necesarias y suficientes para prevenirlo. Se entenderá que ninguna de las hipótesis previstas en esta letra se configura cuando la entidad absorbente o nueva atienda menos del veinticinco por ciento (25%) de los mercados correspondientes.

Y en el Capítulo XIV de la parte tercera que se refiere a las reglas relativas a la competencia y a la protección del consumidor, en su numeral 1, Reglas sobre la competencia, establece que:

Están prohibidos todos los acuerdos o convenios entre los empresarios, las decisiones de asociaciones empresariales y las prácticas concertadas que, directa o indirectamente, tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la libre competencia dentro del sistema financiero y asegurador.

En relación con los criterios establecidos en el artículo 58 del EOSF, la Superintendencia Bancaria ha realizado estudios cuidadosos en cada uno de los casos de fusión ya autorizados y en estudio.

En lo que respecta a la definición de mercado y las condiciones de competitividad resultantes de la superación del 25% establecido en dicho artículo, la Superintendencia Bancaria ha solicitado y obtenido la colaboración del Banco de la República, mediante la realización del estudio elaborado por el Dr. Dairo Estrada.

En el caso colombiano no existe una política muy clara que defienda la competencia en el sistema financiero.

III. MEDIDA DE EFICIENCIA EN BENEFICIOS

Con el objeto de observar como afectan las fusiones la eficiencia en beneficios, se estimó la eficiencia en beneficios durante el período 1994-2004 para el sistema financiero colombiano. En el análisis se incluyen los cuatro principales tipos de intermediarios: bancos comerciales (BC), bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH), corporaciones financieras (CF) y compañías de financiamiento comercial (CFC). Para cada fusión, siguiendo la metodología de Akhavain *et al.* (1997), se calcula la variación en la medida de eficiencia asociada con la fusión, como una variación en la medida de eficiencia de la entidad fusionada con respecto al promedio ponderado de las medidas de eficiencia de las entidades partícipes antes de la fusión.

La especificación de la función de beneficios alternativa y la estimación de la medida de eficiencia se basa en el análisis de frontera estocástica adoptando una forma funcional *translog*⁶. La medida de eficiencia toma valores en el intervalo (0,1), donde 1 representa el nivel de eficiencia total para determinado banco.

CUADRO 3

MEDIDAS DE EFICIENCIA POR TIPO DE INTERMEDIARIO (*)

	Total	Bancos	BECH	CF	CFC
Función alternativa de beneficios					
Número	102	33	13	27	29
Máximo	0,96	0,96	0,95	0,84	0,95
Mínimo	0,27	0,27	0,42	0,48	0,49
Media	0,73	0,71	0,82	0,65	0,78
Mediana	0,73	0,71	0,89	0,64	0,81
Varianza	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Prueba de igualdad de medias					
<i>t-stat</i>		13,73	2,84	1,67	0,19
<i>p-value</i>		0,00	0,00	0,10	0,85

(*) El intervalo para las medidas de eficiencia en la función alternativa de beneficios es (0,1).

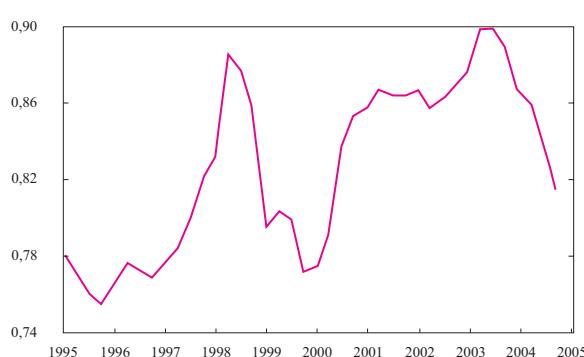
Se utilizaron datos de las principales fusiones entre intermediarios financieros para el período 1994-2004. Dentro de la muestra se compararon los bancos considerados individualmente antes de la fusión y el banco resultante después de ejecutada la fusión.

Este tratamiento es consistente con la idea de que las fusiones pueden presentar mejoras en eficiencia relacionadas con políticas de coordinación de la nueva firma fusionada y de la posible existencia de economías de escala en la industria bancaria. Las mejoras de eficiencia a través del tiempo, como consecuencia de las fusiones, no son inmediatas; pueden tardar varios períodos, debido a los costos de ajuste (gastos legales, consultorías, costos laborales, indemnizaciones, etc.) en que se incurre en el momento de la fusión⁷.

IV. EFECTOS DE LAS FUSIONES EN LA EFICIENCIA EN BENEFICIOS

GRÁFICO 1

EFICIENCIA TEMPORAL



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del autor.

Como se observa en el Cuadro 3, la media de la medida de eficiencia es de 0,73, para el total del sistema.

Los BECH presentan en promedio los niveles de eficiencia más alta (0,82), mientras que las CF tienen el nivel más bajo (0,63); los test de igualdad en media para los diferentes tipos bancos nos ilustran cierto nivel de heterogeneidad, principalmente cuando comparamos los BC con las CF y las CFC (Cuadro 3).

⁶ Véanse Humphrey y Pulley (1997); Berger y Mester (1997), y Estrada y Osorio (2004).

⁷ Berger y Humphrey (1992) encuentran que en los tres primeros años después de la fusión, los costos de no son significativamente importantes, de tal forma que dichos costos no crean un sesgo importante cuando analizamos los efectos de la fusión.

En el Gráfico 1 se observa el comportamiento de la medida de eficiencia durante el período. Vale la pena señalar el impacto negativo que tuvo el fenómeno de crisis financiera sobre la eficiencia en beneficios durante 1998 y 1999.

Al inicio del período, los niveles de eficiencia en beneficios eran de 0,767 si tomamos el promedio de los primeros cinco trimestres (diciembre de 1994-diciembre de 1995), mientras que la eficiencia fue de 0,845 teniendo en cuenta los últimos cuatro trimestres (septiembre de 2003-septiembre de 2004), lo que representa un crecimiento del 10,1% durante los últimos 10 años.

En este período, el sistema financiero colombiano ha tenido algunos procesos de fusiones de los cuales sobresalen los procesos de fusiones del Banco de Colombia y Cafetero. En los gráficos 2 y 3 se ilustra cómo los procesos de fusiones incrementaron los niveles de eficiencia de los bancos resultantes. En el caso del Banco de Colombia se presentó una mejora en eficiencia en beneficios del 10% mientras que para el caso del Bancafé la ganancia fue del 5%⁸. De esta forma, estos resultados no están en contraposición con otros estudios que muestran que las ganancias en eficiencia pueden presentarse cuando se presentan procesos de fusiones, y que estos resultados se reducen cuando el tamaño de las entidades fusionadas es relativamente pequeño.

V. FUSIONES Y COMPETENCIA

Recientemente, Panetta y Focarelli (2004), y Sapienza (2002) encuentran que los efectos de las fusiones pueden ser mixtos. Los efectos de corto plazo pueden diferir de los efectos de largo plazo cuando la respuesta de la eficiencia y el poder de mercado es diferente temporalmente. Ellos encuentran que para los bancos italianos las fusiones ocasionaron efectos desfavorables en los precios sobre los consumidores en el corto plazo, y los efectos de largo plazo fueron favorables. De esta forma el efecto de poder de mercado predominó en el corto plazo; pero, en el largo plazo, predominó el efecto de eficiencia sobre los precios.

Otros estudios para los Estados Unidos y Europa concluyen que las fusiones parecen haber tenido un efecto favorable en el aumento de la competencia bancaria⁹.

GRÁFICO 2

NIVELES DE EFICIENCIA DEL BANCO DE COLOMBIA



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del autor.

GRÁFICO 3

NIVELES DE EFICIENCIA DE BANCAFÉ



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del autor.

⁸ Para realizar este análisis se tuvieron en cuenta los datos de eficiencia en beneficios para el banco fusionado y el banco acreedor después del período de crisis financiera.

⁹ Véanse Kroszner y Stadhan (1999) para el caso americano.

Desde el punto de vista teórico, la explicación de que la concentración no se relacione positivamente con una caída en la competencia coincide con la versión de los mercados contestables que sugiere que si no existen barreras de entrada, la presencia de futuros competidores impone disciplina a los bancos establecidos y crea una situación de futura competencia, a pesar de que las fusiones ocasionen una caída en el número de bancos presentes en el mercado.

Para analizar el grado de competencia se utilizó el mercado de depósitos colombiano, con base en lo que se ha denominado el nuevo análisis empírico de organización industrial (NEIO)¹⁰.

La estimación de la forma estructural definida en el enfoque requiere la forma funcional de la oferta de depósitos, la función de costo marginal y la selección de las variables explicativas relevantes. Se consideran las siguientes especificaciones lineales:

$$D_i = a_0 + a_1 r_i^D + a_2 r_{-i} + a_3 E_i$$

$$MCD_i = \partial C_i / \partial D_i = ACD_i = b_0 + b_1 D_i + b_2 w_i^K + b_3 w_i^L + b_4 Effi - b_5 (D_i / r_{-i})$$

Donde D_i son los depósitos de cada intermediario financiero; r_i^D es la tasa de interés ofrecida por cada banco por los depósitos; r_{-i} corresponde a la tasa

¹⁰ Véase Bresnahan (1987) para una revisión del enfoque: New Empirical Industrial Organization (NEIO). Este análisis está basado en un trabajo de investigación no terminado sobre el nivel de competencia en el mercado de depósitos colombiano, realizado por el autor.

CUADRO 4

MERCADO DE DEPÓSITOS EN COLOMBIA (*)

	SF		Bancos		CF		CFC	
	Coef.	Std error	Coef.	Std error	Coef.	Std error	Coef.	Std error
Oferta de depósitos								
Variable dependiente D_i								
a_0	15,52	0,01	15,79	0,02	12,83	0,03	14,10	0,02
r_i^D	0,15	0,02	0,80	0,03	2,15	0,06	0,49	0,05
E_i	0,53	0,00	0,47	0,00	1,07	0,00	0,91	0,00
r_{-i}	-0,32	0,02	-1,18	0,03	-2,58	0,06	-0,24	0,04
Demanda de depósitos								
Variable dependiente MCD_i								
b_0	7,77	0,05	7,23	0,09	2,78	0,16	8,09	0,08
D_i	0,57	0,00	0,51	0,00	0,76	0,01	0,71	0,00
w_i^K	-0,02	0,00	-0,07	0,00	-0,02	0,01	0,03	0,00
w_i^L	-0,17	0,00	-0,05	0,01	-0,10	0,01	-0,33	0,00
Effi	0,53	0,01	0,35	0,01	0,01	0,07	0,36	0,01
D_i / r_{-i}	-0,90	0,00	-0,86	0,00	-0,87	0,01	-0,97	0,00

(*) Se utilizó en método: (G. L. S) Random Individual Effects Estimation. Véase Biñón (1999).

ofrecida por el resto de intermediarios presentes en el sector; E_i son los empleados de cada firma bancaria, que mide el tamaño del banco. Por otro lado, MCD_i es el costo marginal, ACD_i es el costo medio; w_i^E es el costo laboral; w_i^K es el precio del capital físico; y Effi es la medida de eficiencia estimada en la sección anterior.

La inclusión de las variables de tasas de interés propias y de los demás intermediarios corresponden con el análisis conjetural propio del enfoque (NEIO). *Ceteris paribus*, los depósitos deben responder positivamente a su propio precio y negativamente al precio del resto de los intermediarios.

El Cuadro 4 presenta los resultados de la estimación de sistema de ecuaciones simultáneas para el período 1995-2004, con datos trimestrales. Una inspección preliminar nos muestra que no existen grandes diferencias en los resultados para el sistema financiero en su conjunto y al dividir por tipo de intermediario. En lo que concierne a la oferta de depósitos, todos los parámetros son estadísticamente significativos y en conformidad con la intuición teórica.

La variable conjetural resultó con el signo esperado y significativo, no solamente en las estimaciones para el sistema financiero en su conjunto, sino cuando consideramos los diferentes subsectores. Este parámetro es negativo y cercano a cero en la mayoría de los casos, e ilustra que no podemos afirmar que en el mercado de depósitos exista alto poder colusorio de los bancos participantes en el mercado.

Este resultado, entra en contraposición con la idea de que las fusiones generan un mayor poder de mercado, que estimularía a los bancos a pagar tasas de interés menores sobre los depósitos.

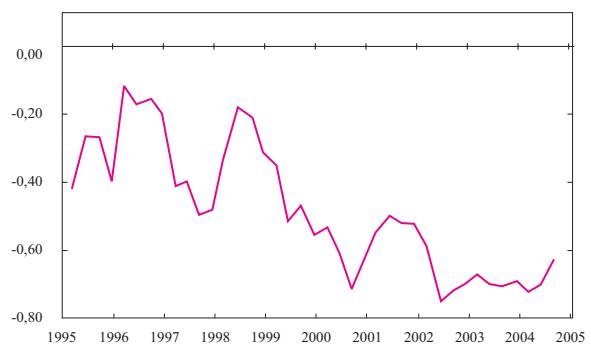
En el Gráfico 4 se presenta, para el mismo período, la relación entre el índice de HHI y las tasas pagadas sobre los depósitos. Como se observa, existe una relación inversa entre el índice de concentración dentro del mercado de depósitos y la tasa de interés de los depósitos.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Centrándonos en la situación competitiva del sector bancario, a diferencia de lo encontrado en otros trabajos para Europa, los Estados Unidos y Canadá, en Colombia no podemos afirmar que después de los procesos de fusiones exista un comportamiento de monopolio o de oligopolio por parte de los intermediarios financieros. Por otra parte, al considerar los efectos de las fusiones sobre la eficiencia, en este trabajo se evidencia una mejora en los datos de eficiencia en la función alternativa de beneficios para las fusiones más importantes realizadas durante los últimos años.

GRÁFICO 4

CORRELACIÓN DE TASA DE DEPÓSITOS Y HHI



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del autor.

En este contexto, resulta necesario profundizar en el análisis de la competencia y el efecto de las fusiones en torno a las siguientes líneas:

1. La identificación de mercados relevantes.
2. Partiendo del hecho de que la competencia hace referencia al comportamiento de los precios de las empresas en un mercado determinado, Cetorelli (1999) señala que al analizar el impacto de la concentración sobre los precios se deben tener en cuenta dos factores: la existencia de fuentes alternativas de financiación y el grado de contestabilidad de los mercados o facilidad de los competidores potenciales de entrar en el mercado, factores que contribuyen a disminuir el impacto potencial de la concentración como producto de las fusiones.
3. Relación integración financiera-competencia. Las fusiones y adquisiciones provocan la integración financiera no solamente a nivel nacional sino a nivel internacional con los tratados de libre comercio y la incorporación de la banca electrónica que evitan los requerimientos de proximidad geográfica entre clientes y bancos.
4. Determinantes del poder de mercado. A pesar de que en este trabajo se aborda la estructura del mercado bancario colombiano, es necesario completar el estudio con factores más directamente relacionados con el poder de mercado, así como variables que representen la especialización, la forma institucional, el entorno regulatorio con relación a la competencia y las barreras de entrada a nivel local y nacional para explicar dicho poder de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- Akhavein, J.; Berger, A.; Humphrey, D. The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function. En: *Review of Industrial Organization*, 12, 95–139, 1997.
- Berger, A.; Humphrey, D. Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defense. En: *Antitrust Bulletin*, 37, 541–600, 1992.
- Berger, A. N.; Hunter, W. C.; Timme, S. The Efficiency of Financial Institutions: a Review and Preview of Research Past, Present, and Future. En: *Journal of Banking and Finance*, 17, 221–249, 1993.
- Berger, A. y Mester, L. Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions. En: *Journal of Banking and Finance* 21, 895–947, 1997.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Progreso Técnico y Social en América Latina. *Informe 2005: Desencadenar el crédito, cómo ampliar y estabilizar la banca*. Parte III, Cap. 9, 135–145.
- Biørn, E. Estimating Regression System From Unbalanced Panel Data: A Stepwise Maximum Likelihood Procedure. Memorandum n.º 20/99 Department of Economics University of Oslo, 1999a.
- Bresnahan. Competition and Collusion in the American automobile oligopoly: the 1955 price war. En: *Journal of Industrial Economics* 35, pp. 457–482, 1987.

- Cetorelli, N. Competitive Analysis in Banking: Appraisal of Methodologies. *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*. First Quarter, 1999.
- Dermine, J. The Economics of Bank Mergers in the European Union, a Review of the Public Policy Issues, *Insead*, Mimeo, 1999.
- Estrada, D.; Osorio, P. Effects of Financial Capital on Colombian Banking Efficiency. En: *Borradores de Economía*, 292, *Banco de la República*, junio2004.
- Group of Ten. Report on Consolidation in the Financial Sector. (Basel: Group of Ten), 2001.
- Hughes, J., y Mester, L. Accounting for the Demand for Financial Capital and Risk-Taking in Bank-Cost Functions. *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Economic Research Division*. Working Paper, 93-17, 1993.
- Humphrey, D. y Pulley, L. Banks' Response to Deregulation: Profits, Technology and Efficiency. En: *Journal of Money, Credit and Banking* 29(1). pp. 73-93, 1997.
- Kroszner, R. y Strahan, P. What Drives Deregulation? Economies and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions. *Quarterly Journal of Economics* 114(4). pp. 1437-1467, 1999.
- Linder, J. y Crane, D. Bank Mergers: Integration and Profitability, Working paper, *Harvard Business School*, Cambridge MA, 1992.
- Panetta, F. y Focarelli, D. Are Mergers Beneficial to Consumers? Evidence from the Italian Markets for Bank Deposits. En: *American Economic Review*, forthcoming, 2004.
- Pilloff, S. Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institutions. En: *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28, 1996.
- Pilloff, S. Bank Merger Activity in the United States, (1994-2003). *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Study n.º 176, 2004.
- Rhoades, S. The Operating Performance of Acquired Firms in Banking Before and After Acquisition, Staff Economic Studies 149, *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, D. C., 1986.
- Rhoades, S. Bank Mergers and Banking Structure in the United States, (1980-1998). *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Staff Study n.º 174, 2000.
- Sapienza, P. The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts. En: *Journal of Finance*, 57, 329-367, 2002.
- Savage, D. Mergers, Branch Closings, and Cost Savings. Working Paper. *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, D. C., 1991.
- Shaffer, S. Can Megamergers Improve Bank Efficiency? En: *Journal of Banking and Finance*, 17, 423-36, 1993.
- Srinivasan, Aruna. Are there Cost Savings from Bank Mergers? En: *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, 17-28, 1992.

ESQUEMA DE PROVISIONES ANTICÍCLICAS PARA COLOMBIA

Óscar Martínez
Fernando Pineda
David Salamanca*

La relación estrecha entre el desempeño del sistema financiero y el ritmo de actividad económica ha sido estudiada y documentada ampliamente. Muchos autores resaltan cómo las condiciones en el mercado de crédito afectan no sólo el nivel de las variables reales más importantes sino, también, su volatilidad¹. Las imperfecciones en el mercado del crédito hacen que sea muy procíclico; y que, ante un choque inesperado, propague y amplifique los movimientos que presentan las variables económicas.

La respuesta de las entidades del sistema financiero ante las diferentes fases del ciclo se caracteriza por el alto crecimiento en el crédito durante la fase expansiva y su racionamiento durante la contractiva. Este comportamiento está relacionado con la tendencia de las entidades del sistema financiero a subestimar el riesgo de crédito que muestran en la parte alta del ciclo, y a sobreestimarlo en la parte baja². Esta percepción errónea del riesgo distorsiona los incentivos de las entidades para prestar, induce una excesiva volatilidad del crédito que afecta negativamente la financiación de empresas e inversionistas y transmite su inestabilidad a los resultados del sector real.

Adicionalmente, en la parte expansiva del ciclo, las entidades financieras generan altas utilidades que se reparten entre sus accionistas, para entrar luego, en la parte recesiva, en crisis con posibilidad de quiebra, de intervención estatal, o demandando apoyos gubernamentales con cargo al presupuesto nacional. De allí la importancia de establecer un mecanismo de provisiones anticíclicas, que mitigue la variabilidad de las utilidades a lo largo del ciclo económico.

Por medio de este escrito se intenta establecer el impacto que tendría un sistema de provisiones anticíclicas parecido al que existe actualmente en España para el caso colombiano. Las simulaciones presentadas en este documento sugieren que el costo para las entidades de crédito en términos de reducción de utilidades en la

* Los autores pertenecen al Departamento de Estabilidad Financiera, de la Subgerencia Monetaria y de Reservas, Banco de la República, marzo de 2005. Las opiniones contenidas aquí son de responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan necesariamente las del Banco de la República o su Junta Directiva.

¹ Bernanke *et al.* (1999).

² Borio *et al.* (2001).

parte alta del ciclo es grande. Sin embargo, de no empezar a constituir reservas anticíclicas durante esta etapa expansiva del ciclo, se perdería la oportunidad de utilizarlo como amortiguador de las pérdidas durante la fase más adversa.

Los gastos en provisiones han mostrado un comportamiento procíclico.

I. RIESGO DE CRÉDITO A LO LARGO DEL CICLO

El aumento de la demanda por crédito, que se genera a partir de una expansión económica, es suplido generalmente por las entidades financieras, cuyas altas tasas de crecimiento en crédito se alimentan de una ola de optimismo generalizada. Esta burbuja se desarrolla y se nutre del entorno caracterizado por los altos precios de activos (y, por tanto, del valor nominal de las garantías y la riqueza de los deudores), el relajamiento en las políticas de préstamo y el incremento en la competición entre entidades para no perder su participación del mercado, entre otros. Estos excesos en el crédito en períodos de alta actividad económica representan riesgos no valorados por las entidades, en cuanto a proyectos que en otras circunstancias no habrían sido aceptados, y que, dado el entorno favorable y la positiva capacidad de pago de los deudores, aún no presentan mora ni provisión específica alguna. Durante estos períodos de *boom*, las entidades de crédito se caracterizan no sólo por el alto crecimiento de los desembolsos de crédito, sino, también, por los bajos niveles de provisiones y altas utilidades reportadas.

En la medida en que se empiezan a deteriorar los indicadores de actividad económica y la capacidad de pago de los deudores, se materializan los riesgos adquiridos por las entidades crediticias en la parte alta del ciclo. Se generan mayores niveles de cartera improductiva y provisiones que afectan negativamente la rentabilidad y la solvencia de las entidades. Las respuestas usuales del sistema financiero ante esta situación de estrés son muchas veces óptimas a nivel individual pero no a nivel colectivo. La restricción del crédito por parte de las entidades (ya sea para capitalizar a la entidad o simplemente para redireccionar su portafolio hacia activos menos riesgosos, en ese momento, que la cartera) termina por hacer más severa y larga la fase recesiva del ciclo, al romper el lazo entre ahorradores e inversionistas, de manera que dificulta la canalización de los recursos y limita la financiación a las empresas.

Como las provisiones son una protección que las entidades financieras construyen ante las pérdidas potenciales esperadas, su carácter procíclico antes descrito (alto en recesiones y bajo en *boom* económico) no es consistente con la percepción de riesgo, según la cual, es durante la parte ascendente del ciclo cuando se acumula la mayor exposición al crédito. Los sistemas de calificación utilizados no identifican apropiadamente los riesgos adquiridos en la parte alta del ciclo. Estos riesgos sólo se asumen o provisionan años después, una vez se han materializado. Esta es la razón por la cual se hace una mala valoración del riesgo en el tiempo, ya que en la práctica las provisiones tienden a estar determinadas por la cartera que ya se ha deteriorado (*cálculo ex post*) y no toman en cuenta el riesgo potencial de los activos (*cálculo ex ante*).

*En la práctica, las provisiones tienden a estar determinadas por la cartera que ya se ha deteriorado (*cálculo ex post*) y no toman en cuenta el riesgo potencial de los activos (*cálculo ex ante*).*

Las provisiones anticíclicas permiten corregir la tendencia de las entidades a provisionar poco durante el auge y demasiado en el período de recesión.

Las nuevas propuestas del acuerdo de Basilea tampoco hacen de las provisiones un rubro consistente con la percepción de riesgo antes descrita. Estas propuestas tienen como eje central la medición del riesgo de crédito y clasificación correcta de los prestamistas por medio de modelos internos o externos a la institución, tomando como referencia la probabilidad de no pago dentro de un horizonte de un año. Por esto, así se clasifique correctamente el crédito, la cantidad efectivamente provisionada seguirá dependiendo del momento del ciclo económico. El suponer que se utiliza la información histórica necesaria para que los créditos se encuentren bien clasificados (mínimo un ciclo completo) no corrige las distorsiones generadas al seguir provisionando poco en períodos de auge cuando la probabilidad de no pago es baja, para luego, en recesión, provisionar desbordadamente.

En Colombia también se ha observado esta inconsistencia. Los requerimientos contables de la Superintendencia Bancaria, que dan origen a las provisiones específicas, se basan en los niveles de cartera morosa y/o calificada como B, C, D ó E, sin tener en cuenta el riesgo latente de la cartera aún sana. Por otro lado, las provisiones generales calculadas como el 1% de la cartera bruta son insuficientes para cubrir las variaciones en el ciclo, como ya se ha visto en pasadas ocasiones. El nuevo Sistema de Administración del Riesgo Crediticio (SARC) que están implementando actualmente las entidades del sistema financiero, contempla puntualmente que se haga un ajuste anticíclico, pero no se especifica la metodología por utilizar³. En este documento se propone que este ajuste se haga con base en la provisión anticíclica.

II. PROVISIÓN ANTICÍCLICA⁴

Las provisiones anticíclicas se implementaron en España en julio de 2000, para corregir la tendencia de las entidades a provisionar poco durante el auge y demasiado en el período de recesión⁵. Con el objetivo de cubrir el riesgo potencial de la cartera total, que no necesariamente se materializa como cartera vencida o improductiva, el Banco de España diseñó un fondo de provisiones anticíclicas (llamado Fondo de Insolvencias Estadísticas), para complementar las provisiones generales, basado en la experiencia histórica de categorías homogéneas de riesgo. A diferencia de las provisiones específicas que cubren el riesgo de los créditos ya deteriorados, la provisión estadística cubre las pérdidas esperadas de la cartera no deteriorada, a lo largo de todo el ciclo.

Las provisiones estadísticas se calculan a partir de la diferencia entre las pérdidas latentes y las provisiones específicas (Figura 1). Para el cálculo de las pérdidas latentes se pueden utilizar modelos internos que determinen, con base en la historia de la entidad, el promedio de la razón de provisiones específicas a cartera bruta

³ Se encuentra información sobre el SARC en León (2003) y Bermúdez (2003).

⁴ Para una descripción de las provisiones estadísticas ver Fernández de Lis *et al.* (2000) y Poveda (2000).

⁵ Implementadas por medio de la circular n.º 9/1999 del Banco de España.

FIGURA 1

(coeficiente α), a lo largo del ciclo anterior, por categoría homogénea de riesgo, y lo multipliquen por el monto actual expuesto. Las entidades que no han desarrollado su modelo interno deben tomar coeficientes de exposición por tipo de riesgo, impuestos por el regulador para calcular las pérdidas latentes (modelo estándar). En ambos casos es muy importante que se incluya información histórica de al menos un ciclo económico completo para realizar el cálculo de estos coeficientes α . Por tanto, las pérdidas latentes de la categoría de riesgo i en el momento t se calcularán como:

$$(1) \quad \text{Pérdidas latentes}_{it} = \alpha_i * C_{it}$$

Donde:

$\alpha_i = \sum(\text{Prov}_{i,t} / C_{i,t}) / n$ (promedio de los cocientes entre provisiones específicas y cartera bruta en la categoría de riesgo i a lo largo del ciclo anterior).

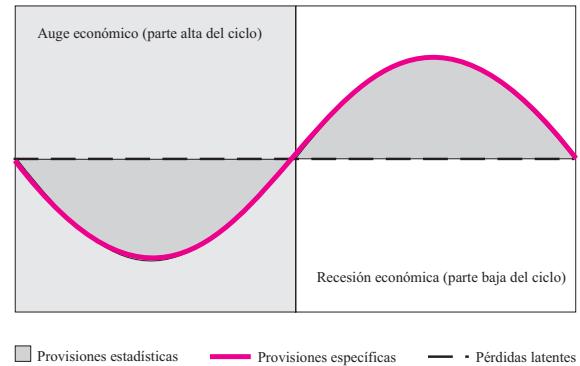
C_{it} = cartera de la categoría i en el momento t .

i = categorías de cartera: hipotecaria, consumo y comercial.

Cuando la diferencia entre las pérdidas latentes y las provisiones específicas es positiva, el monto se registra como un gasto en el estado de pérdidas y ganancias (P y G), contra un aumento en el fondo de provisiones anticíclicas⁶. Esto tiende a ocurrir generalmente en períodos de auge, cuando el nivel de pérdidas latentes es mayor que el nivel de provisiones específicas (que tienden a ser pequeñas en esta parte del ciclo). Por el contrario, cuando esta diferencia es negativa, el monto de provisiones estadísticas se registra como un ingreso en el estado de P y G, contra una reducción en el fondo de provisiones anticíclicas. Esta situación es típica en períodos de recesión económica, cuando se deteriora la cartera, los niveles de provisiones específicas son bastante altos y se deben utilizar los recursos acumulados en el fondo de provisiones. De este modo, la provisión estadística contrarresta el efecto cíclico de las provisiones específicas sobre el estado de P y G.

Las pérdidas latentes, y por tanto las provisiones estadísticas, deben calcularse para cada una de las categorías homogéneas de riesgo preestablecidas. Cuando las provisiones estadísticas sean positivas y adicionen recursos al fondo, éstos no serán deducibles de impuestos en el estado de P y G. Sólo serán deducibles de impuestos en el caso en que las provisiones estadísticas sean negativas.

RELACIÓN ENTRE LAS PROVISIONES ESTADÍSTICAS, ESPECÍFICAS Y LAS PÉRDIDAS LATENTES A LO LARGO DEL CICLO (*)



■ Provisiones estadísticas ■ Provisiones específicas - Pérdidas latentes

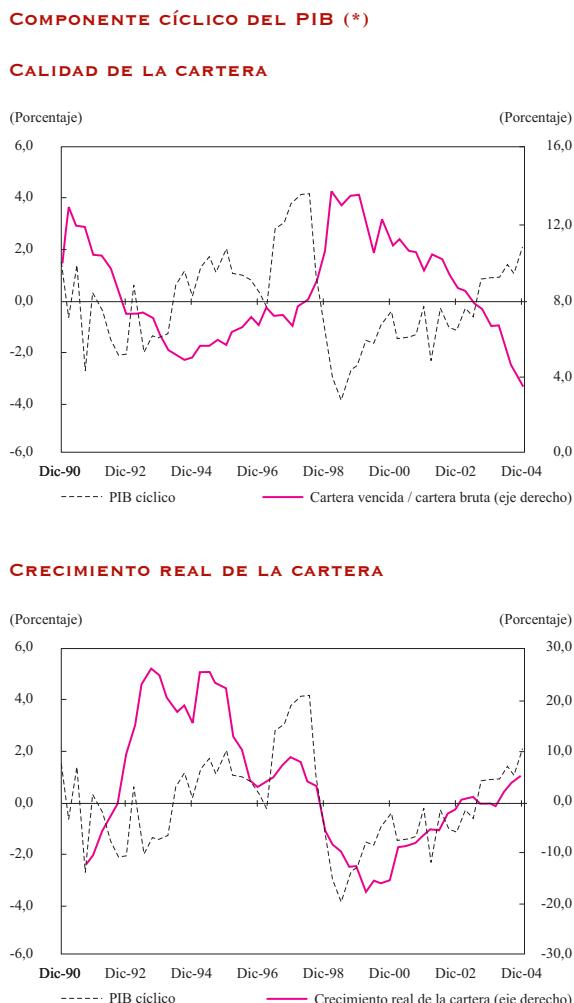
(*) Para que las pérdidas latentes sean constantes, como en este ejemplo, se debe asumir que para todo el ciclo la cartera de la categoría i no varía con respecto al promedio de la cartera i del ciclo anterior ($C_{i,prom} = C_{i,t}$), caso en el cual las pérdidas latentes serán iguales al promedio de provisiones hechas en la categoría de riesgo i , a lo largo del ciclo anterior ($\text{Prov}_{i,prom}$).

⁶ Si las pérdidas latentes se calculan para un período de un año y las provisiones estadísticas se calculan trimestralmente (como en el caso de España), las provisiones estadísticas se calcularán como la diferencia entre un cuarto de las pérdidas latentes y las provisiones específicas trimestrales acumuladas.

El fondo de provisiones anticíclicas tiene un límite superior que está en función del riesgo latente presentado a lo largo del ciclo anterior. Este máximo se determina bajo el supuesto de que la intensidad de la próxima fase recesiva del ciclo va a ser similar a la del ciclo anterior⁷. Al llegar a este límite la entidad no necesitará hacer provisiones estadísticas adicionales. En el caso de España este límite superior corresponde a tres veces las pérdidas latentes anuales.

Por lo tanto, la provisión estadística es de carácter preventivo y sólo debe ser implementada en momentos de auge económico en los cuales se pueda dotar de recursos al fondo de provisiones anticíclicas. Los beneficios de este fondo se verán en el próximo ciclo; en la parte descendente de actividad económica este servirá para balancear los altos niveles de provisiones específicas, y durante la época de auge los gerentes no podrán incrementar el crédito sin aportar un mayor monto de provisiones.

GRÁFICO 1



(*) El componente cíclico del PIB se calculó como la diferencia entre el PIB observado y el potencial, utilizando el filtro de Hodrick-Prescott. La calidad de la cartera se calculó como el cociente entre la cartera vencida y la cartera bruta de las entidades de crédito. El crecimiento de la cartera se calculó como la variación anual de la cartera neta de las entidades de crédito. Fuente: DANE y Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

La ventaja primordial de establecer un fondo de insolvencia como el descrito anteriormente es que reduce la procicilidad del sistema financiero, al mismo tiempo que promueve un manejo sano de las exposiciones; y, por tanto, reduce el riesgo sistemático de una crisis financiera. La menor sensibilidad al ciclo se logra al reducir la volatilidad de las provisiones y su impacto en la profundización de las pérdidas de las entidades financieras, con lo cual además de mitigar la desconfianza del público por la solvencia del sector financiero, atenúa lo que se ha llamado la *privatización de las utilidades* (durante el auge) y la *socialización de las pérdidas* (en la recesión).

III. EL CASO COLOMBIANO

A. El ciclo

En Colombia, particularmente en la década de los noventa, se observó el carácter procíclico del crecimiento del crédito y la calidad de la cartera. La fase de expansión del producto durante la década del noventa estuvo caracterizada por el bajo nivel de provisiones como porcentaje de la cartera. Posteriormente, de 1998 a 2000, la cartera se deterioró rápidamente y se contrajo en términos reales (efecto que perduraría hasta finales de 2002) (Gráfico 1).

⁷ Si este supuesto se cumple, habrá recursos suficientes en el fondo de provisiones anticíclicas para afrontar la próxima recesión; si resulta más severa, los recursos del fondo no alcanzarían a cubrir las provisiones específicas que se deben hacer.

Con el fin de aplicar un sistema de provisiones anticíclicas, se tomó como base un período de 8 años (1994 a 2001), consistente con la duración del ciclo del PIB hallada para el caso colombiano⁸.

B. Los parámetros

El objetivo de este ejercicio es estimar las pérdidas latentes y el monto de provisiones estadísticas que se aplicarían a los establecimientos de crédito. Posteriormente se efectuará un ejercicio de simulación, donde se aplicarán los parámetros anteriores desde 1994, y se observará el impacto del mecanismo, en términos de las utilidades y de los indicadores de rentabilidad para cada año.

A partir de la información contable de las entidades de crédito se estimó el parámetro α_i de la ecuación (1) para cada una de las categorías homogéneas de riesgo, las cuales se escogieron para el caso colombiano como las modalidades de crédito comercial, consumo (incluye microcrédito), e hipotecaria. Para estas categorías se tomó el promedio entre los años 1994-2001 de los cocientes entre provisiones específicas de cartera de P y G ($Prov_i$) y la cartera bruta (C_i). Sin embargo, la cuenta de provisiones de cartera del estado de P y G no se encuentra desagregada por modalidad de crédito, ni entre específicas y generales, por lo que las provisiones específicas de cartera para la categoría i se estimaron como⁹:

$$Prov. especif. de cartera_i = (Prov. netas de cartera P y G - Prov. generales P y G) * \beta_i$$

$$\beta_i = (\text{Prov. de balance}_i / \sum_i \text{Prov. de balance}_i)$$

Donde las provisiones netas de cartera de P y G se definen como las provisiones de cartera de P y G menos las recuperaciones de cartera de P y G. La estimación de las provisiones generales de P y G se hizo con base en la reglamentación que empezó a regir en agosto de 1999¹⁰.

Según los resultados de la estimación de los parámetros α_i para el caso colombiano, la categoría con mayor riesgo latente en el ciclo anterior fue la de consumo y microcrédito con $\alpha_{consumo} = 4,2\%$ (Cuadro 1). Es decir, que por cada \$100 de cartera bruta de consumo y microcrédito las entidades provisionaron en P y G \$4,2 a lo largo de un año en promedio entre 1994 y 2001. En el caso de la cartera

Para el período 1994-2001, el gasto en provisiones representó, en promedio, el 0,9%, 2,3% y 4,2% para las carteras hipotecaria, comercial y de consumo, respectivamente.

⁸ Fernández *et al.* (2000)

⁹ Se utilizaron las provisiones de P y G y no las de balance, ya que las primeras afectan directamente la utilidad de las entidades. Contablemente, las provisiones de P y G no son equivalentes a la variación de las provisiones de balance, ya que estas últimas pueden reducirse por el valor de castigos debidamente autorizados y la reversión de provisiones.

¹⁰ A partir de esta fecha se dieron 36 meses a las entidades para provisionar el 1% de su cartera bruta. Por lo tanto, las provisiones generales de P y G se aproximan como:
*entre agosto de 1999 y agosto de 2002 $\Rightarrow 1\% * \text{cartera bruta diciembre} * \# \text{meses desde agosto 1999 / 36}$ después de agosto de 2002 $\Rightarrow 1\% * (\text{cartera bruta diciembre}_i - \text{cartera bruta diciembre}_{i-1})$.*

CUADRO 1

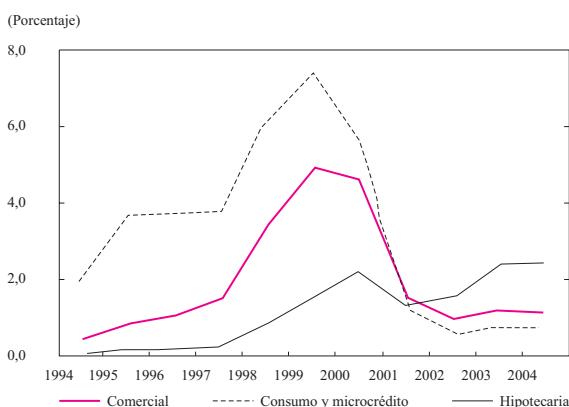
RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DE LOS PARÁMETROS α_{it} Y α_i

	Dic-94	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Promedio
Comercial	0,5	0,9	1,1	1,5	3,4	5,0	4,7	1,5	1,0	1,2	1,2	2,3
Consumo y microcrédito	2,0	3,7	3,7	3,8	6,1	7,5	5,6	1,2	0,6	0,7	0,7	4,2
Hipotecaria	0,1	0,2	0,2	0,3	0,9	1,6	2,2	1,4	1,6	2,4	2,5	0,9
Total cartera	0,8	1,4	1,4	1,6	3,2	4,4	4,1	1,4	1,1	1,4	1,3	2,3

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE PROVISIONES COMO PROPORCIÓN DE LA CARTERA POR MODALIDAD (α_{it})



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

comercial, el promedio provisionado por cada \$100 fue de \$2,3. En ambas modalidades se vuelve a observar cómo la relación anual de provisiones sobre cartera bruta (α_{it}) se incrementó en el período 1998 a 2000 y evidenció el carácter procíclico de las provisiones para el caso colombiano (Gráfico 2).

Los resultados de la estimación de las pérdidas latentes para la cartera hipotecaria fueron los más bajos de las tres modalidades. Teniendo en cuenta que gran parte de la crisis del sector financiero se intensificó por los problemas asociados a la cartera hipotecaria, el reducido parámetro $\alpha_{\text{hipotecario}}$ es el reflejo de la regulación bajo la cual se provisionó este tipo de cartera¹¹. Este parámetro presenta dos inconvenientes: primero, su cálculo no se hace sobre un ciclo completo (la cartera hipotecaria no ha completado ciclo) tal como se observa en el nivel de provisiones de P y G entre 1994 y 2001 (Gráfico 2); y segundo, porque el alto valor del parámetro para los años 2002 a 2004 refleja un mayor riesgo de las existencias de crédito hipotecario actual debido a la titularización de buena parte de la cartera de mayor calidad.

C. Ejercicios de simulación

En la siguiente sección se calcula el efecto que habría tenido la introducción de la provisión estadística sobre las utilidades de las entidades de crédito, para el período 1994 a 2004. En la segunda parte se desglosan los resultados por tipo de establecimiento de crédito, discriminando por cartera comercial, de consumo e hipotecaria.

¹¹ Para este tipo de cartera se provisiona un porcentaje entre 1% y 30% para la parte garantizada del crédito y el 100% sobre la parte no garantizada del crédito por cambios en la garantía.

EFECTO DE LAS PROVISIONES ANTICÍCLICAS SOBRE UTILIDADES

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Miles de millones de pesos											
a. Cartera bruta promedio	17.334	25.282	33.643	42.485	51.273	51.948	48.602	47.148	48.172	51.287	55.560
b. Provisiones específicas	137	356	474	683	1.629	2.232	2.038	672	519	683	714
c. Pérdida latente = $\alpha^* a$ ^{1/}	396	577	768	970	1.170	1.186	1.109	1.076	1.099	1.170	1.268
d. Provisión estadística = $c - b$ ^{2/}	259	221	294	286	(459)	(601)	0	404	580	487	554
e. Fondo de provisión anticíclica ^{3/}	259	480	774	1.060	601	0	0	404	984	1.471	2.025
Porcentaje											
f. Provisión estadísticas / Patrimonio	6,9	4,1	4,0	3,1	(4,7)	(6,9)	0,0	4,4	6,1	4,7	4,6
g. Ut / Pat observada	16,6	11,6	11,3	9,0	(17,2)	(33,4)	(20,5)	3,4	9,6	16,8	23,2
h. Ut / Pat ajustada = $g - f$	9,7	7,5	7,3	5,9	(12,5)	(26,5)	(20,5)	(1,1)	3,5	12,1	18,6
i. Provisión estadística / utilidades	41,4	35,0	35,6	34,2	27,3	20,8	0,0	131,6	63,2	28,1	19,7

1/ $\alpha = 2,3\%$, según el Cuadro 1.

2/ Cuando se torna negativa, empieza a nutrirse el fondo.

3/ Es la provisión estadística del periodo más lo acumulado de periodos anteriores.

1. *Ejercicio global para el período 1994 – 2004.*

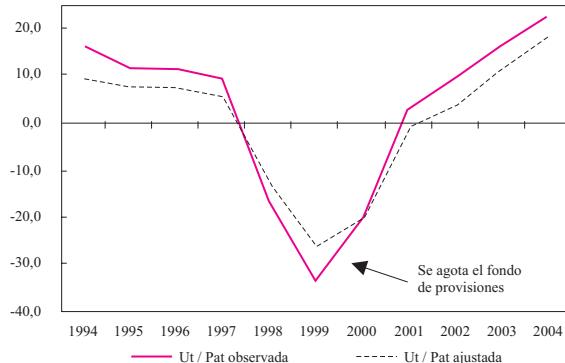
Una vez establecidos los α del Cuadro 2, se puede de hacer el ejercicio de simular lo que habría ocurrido en el pasado ciclo si se hubieran aplicado las provisiones anticíclicas. Los resultados se exponen en el Cuadro 2, de donde se pueden extractar las siguientes observaciones:

- i. Las provisiones estadísticas se tornan negativas desde 1998, por lo cual empiezan a disminuir las pérdidas (se convierten en un ingreso en el P y G, contra una disminución del fondo de provisiones anticíclicas). Sin embargo, el fondo de provisiones resulta insuficiente, y se agota al año siguiente (fila e). Este hecho hace que el efecto amortiguador no sea pleno en 1999, y se pierda en 2000.
- ii. En los años críticos, el mecanismo reduce las pérdidas en un 27% para 1998 (fila i), al reducirlas del 17% del patrimonio (fila g) al 13% (fila h). Para el año 1999 la reducción de pérdidas fue del 21%, y de 0% para el año 2000 (Gráfico 3).
- iii. En los años previos a la crisis, las provisiones estadísticas consumen montos superiores al 34% de las utilidades. Esto significa que las entidades no debieron disponer del total de sus utilidades, pues más de la tercera parte de ellas representaba el riesgo del siguiente ciclo recesivo.

GRÁFICO 3

EFECTO DEL AJUSTE ANTICÍCLICO EN LAS UTILIDADES

(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

De haberse implementado el mecanismo de provisiones anticíclicas, las pérdidas de 1998, 1999 y 2000 se habrían reducido en un 10%, 29% y 41%, respectivamente.

- iv. La razón por la cual el fondo de provisiones resultó insuficiente es la siguiente: recuérdese que las pérdidas latentes del año t se calculan como $\alpha^*cartera bruta t$. Pero no es lo mismo aplicar el α a la cartera de 1994 que aplicarlo a la cartera de 1998, cuyo monto es tres veces mayor. Por tanto, las provisiones estadísticas de la primera parte del ciclo (1994 a 1997) resultaron cortas para equilibrar los volúmenes de cartera posteriores. Así, el fondo de provisiones sólo amortigua adecuadamente si no se desborda el crecimiento de la cartera.
- v. Dado que los auges suelen ir acompañados con un fuerte dinamismo de la cartera, el $\alpha = 2,3\%$ resulta subestimado. Hay que encontrar entonces un α' que permita que el fondo de provisiones no se agote en la crisis. A partir de la simulación se establece que dicho α' debe ser $2,8\%$. Este parámetro de resultados, se expresa en el Cuadro 3.

En el cuadro se observa que el mecanismo de provisiones anticíclicas reduce las pérdidas de 1998, 1999 y 2000 en un 10%, 29% y 41%, respectivamente. Para alimentar el fondo, se deben destinar más de la mitad de las utilidades de precrisis.

La consideración de si el α debe ser $2,8\%$ ó $2,3\%$, o incluso menor, depende de si se espera que la próxima crisis será de la misma profundidad que la anterior, y de si se repite el ciclo inmediatamente después de finalizado el anterior. No hay ninguna herramienta objetiva que permita tal cuantificación. Una posición optimista de las autoridades podría reducir el α estimado para el próximo ciclo a la mitad del observado en el ciclo anterior, como en el caso español. Las razones para el optimismo se derivan de las lecciones aprendidas de la pasada crisis, las cuales, entre otras, han conducido al fortalecimiento de la regulación en favor de mayores exigencias de provisiones, requisitos de capital, modelos de evaluación crediticia, etc. Por esto, el mecanismo parte de un α de $2,3\%$, valor que tendrá que ser

CUADRO 3

EFFECTO DE LAS PROVISIONES ANTICÍCLICAS CON $\alpha = 2,8\%$

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Miles de millones de pesos											
a. Cartera bruta promedio	17.334	25.282	33.643	42.485	51.273	51.948	48.602	47.148	48.172	51.287	55.560
b. Provisiones específicas	137	356	474	683	1.629	2.232	2.038	672	519	683	714
c. Pérdida latente = α^*a 1/	484	705	939	1.185	1.431	1.450	1.356	1.316	1.344	1.431	1.550
d. Provisión estadística = $c - b$ 2/	347	350	465	502	(198)	(782)	(682)	644	825	748	836
e. Fondo de provisión anticíclica 3/	347	697	1.162	1.664	1.465	683	1	645	1.469	2.217	3.053
Porcentaje											
f. Provisión estadística / Patrimonio	9,2	6,4	6,4	5,4	(2,0)	(9,0)	(7,6)	7,1	8,6	7,2	6,9
g. Ut / Pat observada	16,6	11,6	11,3	9,0	(17,2)	(33,4)	(20,5)	3,4	9,6	16,8	23,2
h. Ut / Pat ajustada = $g - f$	7,4	5,2	4,9	3,6	(15,2)	(24,4)	(12,8)	(3,7)	1,0	9,5	16,3
i. Provisión estadística / utilidades	55,5	55,3	56,3	60,0	11,8	27,0	37,3	209,7	89,9	43,1	29,7

1/ $\alpha = 2,8\%$, según el Cuadro 1.

2/ Cuando se torna negativa, empieza a nutrirse el fondo.

3/ Es la provisión estadística del período más lo acumulado de períodos anteriores.

monitoreado a través del tiempo, pues será susceptible de cambios posteriores. Más adelante se harán algunas sugerencias para establecer el esquema de provisiones estadísticas que regirían el próximo ciclo (Gráfico 4).

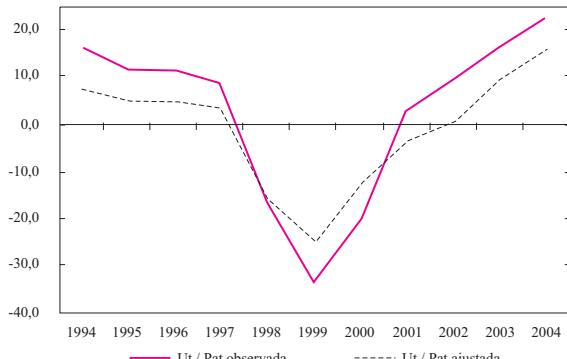
2. *Ejercicio para 2004, discriminado por tipo de entidad y de cartera.* En el Cuadro 1 se habían estimado los α_i de la cartera de consumo, comercial y microcrédito. Con tales parámetros se arma el Cuadro 4, donde se observa la carga de las provisiones estadísticas sobre las utilidades de 2004.

La implementación de las provisiones estadísticas para el año pasado habría reducido en un 36% las utilidades de los bancos comerciales (fila 4c), y en un 19% las de las corporaciones financieras (CF) y las compañías de financiamiento comercial (CFC). De este modo, la rentabilidad patrimonial de los bancos habría bajado de 26% al 16% (fila 4a y 4b), y en las CF y CFC se reduciría del 16% al 13%.

GRÁFICO 4

EFEITO DEL JUSTE ANTICÍCLICO EN LAS UTILIDADES, CON $\alpha = 2,8\%$

(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

CUADRO 4

CÁLCULO DE PROVISIONES ESTADÍSTICAS, 2004

	Bancos	BECH	CF y CFC
Miles de millones de pesos			
1. Cartera comercial $\alpha = 2,3\%$			
a. Cartera bruta promedio	26.011	4.163	5.184
b. Provisiones específicas	252	76	65
c. Pérdida latente	603	96	120
d. Provisión estadística	351	20	55
2. Cartera de consumo y microcrédito $\alpha = 4,2\%$			
a. Cartera bruta promedio	8.884	1.861	891
b. Provisiones específicas	52	18	7
c. Pérdida latente	374	78	38
d. Provisión estadística	322	60	30
3. Cartera hipotecaria $\alpha = 0,9\%$			
a. Cartera bruta promedio	992	7.572	0
b. Provisiones específicas	21	227	0
c. Pérdida latente	9	66	0
d. Provisión estadística	(13)	(161)	0
Porcentaje			
4. Efecto en rentabilidad y utilidades			
a. Ut / Pat observada	25,6	23,6	16,5
b. Ut / Pat ajustada	16,3	27,2	13,4
c. Provisión estadística / utilidades	36,3	(14,9)	18,9
5. Transición: rentabilidad y utilidades			
a. Ut / Pat ajustada	16,2	20,1	13,4
b. Provisión estadística / utilidades	36,9	14,8	18,9

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

Por su parte, los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) registran una provisión negativa, ya que estas entidades están provisionando su cartera hipotecaria por encima de su nivel histórico (pérdidas latentes), por lo cual no tendrían que hacer provisiones estadísticas. Por el contrario, en el caso hipotético en que el fondo de provisiones anticíclicas tuviese los recursos suficientes, se habría generado un aporte del fondo hacia el P y G, el cual habría permitido a los BECH obtener unas utilidades superiores en 15% a las registradas en 2004.

Es necesario ser cauteloso con la interpretación de este resultado, ya que el parámetro de provisiones de P Y G sobre cartera bruta para la cartera hipotecaria tiene los inconvenientes señalados en la sección anterior.

IV. ESQUEMA DE IMPLANTACIÓN

A. Mecanismo de transición

Para aprovechar la actual coyuntura de holgura en el P y G de los BECH, y obligarlos a hacer provisiones estadísticas al igual que lo haría el resto del sistema financiero, se puede adoptar un mecanismo de transición, en el cual el componente negativo de las provisiones estadísticas (en este caso el componente hipotecario) no computaría para el cálculo de las provisiones estadísticas totales (Cuadro 4, línea 5b). Así, sólo computarían los componentes positivos (comercial y consumo), cuya suma representa el 15% de las utilidades de los BECH.

Un resultado similar puede obtenerse si se constituyen fondos de provisiones estadísticas para cada una de las categorías homogéneas de riesgo. Esta estrategia es particularmente útil si se tiene en cuenta que el parámetro α obtenido para el caso de la cartera hipotecaria está sujeto a múltiples problemas. Adicionalmente, en un escenario de desfase de los ciclos de las carteras, como el que apreciamos entre la cartera hipotecaria y las demás categorías, la existencia de fondos separados evitaría que se utilizaran provisiones constituidas para cubrir las pérdidas esperadas de un tipo de cartera para ayudar a solventar las provisiones extraordinarias de otro tipo de cartera.

B. Tamaño del fondo de provisiones

El tamaño del fondo, al iniciar el ciclo recesivo, debe ser suficiente para que durante los 4 años recesivos se puedan cubrir los excesos de provisiones específicas sobre las pérdidas latentes. Esta diferencia equivale a la parte sombreada del lado derecho de la Figura 1. Al hacer la cuantificación de dicha área entre los años 1998 y 2001 con un α de 2,3%, se encuentra que equivale a algo más de 2 veces las pérdidas latentes del año 1997. Por tanto, el tamaño máximo del fondo sería de 2 veces las pérdidas latentes. Una vez alcanzado este nivel, no sería necesario hacer más provisiones estadísticas. Cabe señalar que la provisión general del 1%, requerida actualmente, haría parte del fondo, por lo cual no sería necesario seguir exigiéndola.

La implementación de las provisiones estadísticas para 2004 habría reducido en un 36% las utilidades de los bancos y en un 19% las de las CFC y CF.

C. Implantación gradual: una cota sobre utilidades

Tal como se mostró en el Cuadro 4, las provisiones estadísticas de los bancos consumirían el 36% de sus utilidades. Este porcentaje da una idea del cuantioso esfuerzo que deberían estar haciendo estas entidades para afrontar el próximo ciclo recesivo. Probablemente la magnitud del esfuerzo por parte de las entidades haga de este esquema una propuesta poco viable. Por tanto, para reducir dicho impacto se podría acotar el esfuerzo máximo de las entidades al 15% de sus utilidades. Es decir, si la provisión estadística requerida de una entidad es del 40% de sus utilidades, se le permitiría efectuar un monto mínimo equivalente al 15% de sus utilidades.

Una ventaja adicional de esta cota es que las entidades provisionarían en función de su propio ciclo, el cual no siempre coincide con los ciclos generalizados. Así, si el sistema está en auge, pero hay pérdidas en alguna entidad, el mecanismo no profundizaría esas pérdidas. De esta manera, el mecanismo se adapta a los ciclos particulares de las entidades, pues una *proxy* de dicho ciclo estaría representada por el trayecto de sus utilidades.

La desventaja de imponer la cota es que se amplía el tiempo requerido para llenar el fondo de provisiones. Si con un α de 2,3% los bancos llenan el fondo en 2,4 años (suponiendo que los parámetros de 2004 se repiten igual hacia el futuro, y que las provisiones generales del 1% hacen parte del fondo), con la cota del 15% sobre utilidades se tomarían 6 años.

III. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Tal como se pudo apreciar en el trabajo anterior, los gastos en provisiones del sistema financiero exhibieron un patrón claramente cílico desde principios de la década de los noventa. Durante las épocas de auge crediticio, alcanzaron sus niveles mínimos brindando un impulso adicional a la dinámica de la cartera, mientras que en la fase recesiva impusieron un obstáculo adicional a la recuperación del crédito.

Este comportamiento no sólo refleja una identificación inapropiada de los riesgos por parte de las entidades, sino que también incentiva comportamientos perversos en tanto privatiza las utilidades de la toma de riesgo en la parte ascendente del riesgo, y socializa las pérdidas cuando el sistema financiero se hace vulnerable durante las crisis.

La alternativa propuesta por este trabajo contempla la creación de un fondo de provisiones anticíclicas que permita tomar en cuenta los riesgos de la cartera en cada fase del ciclo. En esencia, este esquema implica aportes al fondo cuando las provisiones específicas (asociadas a riesgos materializados) están por debajo de la media del ciclo anterior, y retiros de aquel cuando los requerimientos de provisiones excedan la media referida. Como resultado, la contribución de las provisiones a la profundización del ciclo de las utilidades se anularía.

El efecto amortiguador de las provisiones anticíclicas sobre el ciclo de las utilidades opera sólo si se ha constituido una reserva antes de la fase baja del ciclo. Por ende, es necesario implementarla durante la fase ascendente.

Los ejercicios realizados muestran que los niveles medios de provisiones específicas a cartera bruta del ciclo comprendido entre 1994 y 2001 corresponden a 2,3%, 4,2% y 0,9% para las carteras comercial, de consumo e hipotecaria, respectivamente. Este último parámetro llama la atención, y puede reflejar el efecto de un cambio estructural en las condiciones de riesgo de este mercado, lo cual sugeriría un tratamiento cauteloso de la información.

Dado que el efecto amortiguador del esquema de provisiones anticíclicas sobre el ciclo de las utilidades opera únicamente si se ha constituido una reserva antes de la fase baja del ciclo, es necesario implementarlo durante la fase ascendente, para contar con un lapso de tiempo que permita alimentar el fondo. Al analizar las cifras sobre los niveles de provisiones para las carteras comercial y de consumo, es importante adoptar el esquema tan pronto como sea posible, pues las provisiones específicas se encuentran muy por debajo de la media del ciclo anterior.

Sin embargo, el esfuerzo requerido para la implementación del esquema en términos de reducción de las utilidades del sistema financiero es muy grande (36% para el caso de los bancos comerciales en 2004) por lo que un sistema de transición que ponga un tope a los aportes al fondo puede ser una alternativa. Hay que recalcar que una medida en este sentido limitaría el poder amortiguador del esquema de provisiones sobre el ciclo de las utilidades.

BIBLIOGRAFÍA

- Bermúdez, Jorge. El SARC: un cambio cultural. Superintendencia Bancaria de Colombia. Disponible en internet, <http://www.superbancaria.gov.co/comunicadospublicaciones.htm> 2003.
- Bernanke, Ben; Gertler, Mark; Gilchrist, Simon. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. Handbook of Macroeconomics. 1999.
- Borio, Claudio; Lowe, Philip. Assessing the Risk of Banking Crisis. En: BIS Quarterly Review. 2002.
- Borio, Claudio; Furfine, Craig; Lowe, Philip. Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. BIS Papers n.º 1. 2001.
- Fernández, Cristina; González, Andrés. Integración y vulnerabilidad externa en Colombia. En: Borradores de Economía, Banco de la República. n.º 156. 2000.
- Fernández de Lis, Jorge; Martínez, Jorge; Saurina, Jesús. Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain. 2000.
- León, Ricardo. Nuevo acuerdo de Basilea: aspectos críticos y desafíos para su implementación en Colombia. II Congreso de Riesgo Financiero. 2003.
- Poveda, Raimundo. La reforma del sistema de provisiones de insolvencia. En: Boletín Económico, Banco de España. 2000.

TENENCIA, DISTRIBUCIÓN Y VALOR DE LAS VIVIENDAS COLOMBIANAS A 2003

Carlos Andrés Amaya G.
Jimmy Martínez C.*

I. INTRODUCCIÓN

A finales de la década de los noventa, la economía colombiana sufrió una importante crisis económica y financiera. Durante el transcurso de esta década, se produjeron importantes aumentos en el gasto público y privado, financiados por un auge crediticio generalizado. Este aumento estuvo acompañado, además, por incrementos considerables en los precios de los principales activos. Estos desequilibrios generaron unos fundamentales débiles que pusieron a la economía en una situación de enorme fragilidad. Durante el período 1997–1999, fruto de la crisis financiera internacional, se presentó un importante revés en el financiamiento externo y una caída significativa en los términos de intercambio, que llevaron a una fuerte corrección en el gasto agregado. Lo anterior se tradujo en una fuerte crisis económica donde, aparte de una caída histórica del producto, se presentaron incrementos drásticos en las tasas de interés, una fuerte devaluación y caídas significativas en los precios de los activos, en especial de los precios de la vivienda. Sumado a esto, la presión por el déficit público generó un apretón crediticio considerable (Uribe y Vargas 2002). El deterioro de la actividad económica se reflejó en todo el sistema financiero, primero mediante una reducción de la liquidez y encarecimiento de los recursos, y, posteriormente, a medida que se consolidaba la crisis económica, mediante un importante deterioro de la cartera. Todo lo anterior llevó a una crisis financiera cuyo costo neto se estima en 4% del PIB (Cuadro 1).

El mercado de vivienda probó ser un elemento fundamental en el desarrollo de la crisis financiera, ya que el sistema, a través de los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH), se encontraba fuertemente expuesto a este mercado. A diciembre de 1998, el crédito hipotecario alcanzaba \$15,3 billones (b), equivalentes a 10,9 % del PIB.

El mercado de vivienda probó ser un elemento fundamental en el desarrollo de la crisis financiera.

* Las opiniones expresadas reflejan únicamente el punto de vista de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Dairo Estrada así como las discusiones con David Salamanca. Todos los errores son de los autores. Comentarios: camayago@banrep.gov.co

COSTO NETO DE LA CRISIS FINANCIERA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Costo bruto	Recuperaciones estimadas	Costo neto	Porcentaje PIB 2002	Porcentaje del total
Banca pública	7.949	2.662	5.287	2,6	66,0
Entidades cooperativas	1.504	306	1.198	0,6	15,0
Alivio deudores	3.527	2.204	1.323	0,7	16,0
Entidades privadas	1.422	1.175	247	0,1	3,0
Total	14.402	6.347	8.055	4,0	100,0

Fuente: Fogafin (2003).

La crisis económica afectó profundamente la hoja de balance de los hogares, y de esta manera llevó a que gran parte de la exposición del sistema financiero a estos se materializara. Por un lado, a causa de la caída en la actividad económica, los ingresos de los hogares se redujeron como fruto del aumento en el desempleo y del descenso en la rentabilidad de las empresas. Por otro lado, la caída en los precios de vivienda disminuyó fuertemente el activo de los hogares. Finalmente, el incremento en las tasas de interés aumentó la carga financiera de los hogares, y aumentó así su lado pasivo. Como consecuencia de la disminución de los ingresos y del aumento en la relación de deuda a valor del inmueble (*loan to value*), una gran cantidad de hogares se atrasó en sus créditos hipotecarios y muchos de estos se vieron obligados a vender su vivienda o entregarla como dación en pago.

Lo anterior trajo profundas consecuencias sobre el sistema financiero. Por un lado, los BECH dejaron de percibir cuantiosos ingresos en la medida en que más hogares se atrasaban en sus pagos; de otra parte, la disminución en los precios de la vivienda dejó a estas instituciones con colaterales desvalorizados y de poca liquidez en la medida en que los hogares iban entregando sus viviendas como dación en pago. Esta situación puso en evidencia las debilidades propias de un sistema caracterizado por una transformación de plazos excesiva que generaba exposiciones considerables a riesgos de tasa de interés y de liquidez.

Dado el rol jugado por el mercado de vivienda, el presente trabajo pretende aportar algunos elementos que nos ayuden a comprender con mayor profundidad este mercado. En este sentido, el trabajo tiene dos objetivos básicos: primero, se analiza la tenencia y distribución de vivienda en Colombia a la vez que se cuantifica el valor de las mismas; en segundo lugar, en aras de entender el panorama actual, se busca explicar cómo se vieron afectados los hogares en los diferentes estratos por la crisis económica de finales de la década pasada.

Para este fin se usan datos a nivel de los hogares provenientes de las encuestas de calidad de vida (ECV) que realizó el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) en 1997 y 2003. El uso de este tipo de datos ha sido ignorado

*Como consecuencia de la disminución de los ingresos y del aumento en la relación de deuda a valor del inmueble (*loan to value*), una gran cantidad de hogares se atrasó en sus créditos hipotecarios y muchos de estos se vieron obligados a vender su vivienda o entregarla como dación en pago.*

ampliamente en el estudio del mercado de vivienda, y su uso es muy valioso ya que permite examinar la heterogeneidad al interior de este mercado.

II. TENENCIA, DISTRIBUCIÓN Y VALOR DE LAS VIVIENDAS

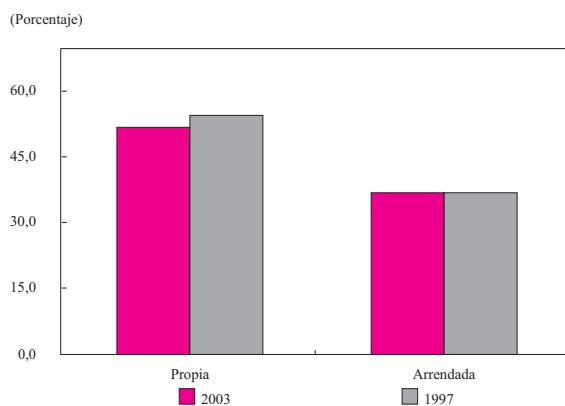
A. Tenencia

En Colombia, a 2003, había 7.027.496 viviendas en las cabeceras municipales¹. En ese momento, el 52,2% de los hogares colombianos vivía en vivienda propia, mientras un 37% lo hacía en vivienda arrendada o subarrendada², situación que se ha mantenido relativamente estable desde 1997 (Gráfico 1). El resto de los hogares se clasificaron como ocupantes de hecho u ocupan la vivienda en usufructo. El 6% son propietarios que para esa fecha se encontraban pagando su vivienda. Por otra parte, según la encuesta, estos hogares amortizaban mensualmente en promedio por su(s) crédito(s) (capital más intereses) \$ 384.000^{3,4}.

Dentro de este contexto surge la pregunta sobre si estos niveles de tenencia son deseables o no. Usualmente, existe la tendencia a relacionar la tasa de tenencia de vivienda con el desarrollo económico de un país. Sin embargo, los datos disponibles sobre propiedad de vivienda, en diferentes países, parecen no apoyar esta interrelación⁵. En consecuencia, la relación entre desarrollo económico y tasa de tenencia de vivienda no parece tan clara. Lo que si parece estar relacionado con el desarrollo es el financiamiento de vivienda. De hecho, países con niveles altos de ingreso per cápita tienden a tener mayores niveles de apalancamiento⁶, así como un mayor nivel de financiamiento, medido como la relación de cartera hipotecaria a PIB. Finalmente, es de gran importancia enfatizar que este nivel de financiamiento depende, en gran medida, de la porción de cartera hipotecaria que se fondea en los mercados de capitales. En este contexto, si bien Colombia tiene un

GRÁFICO 1

TENENCIA DE VIVIENDA EN COLOMBIA



Fuente: ECV (1997) y (2003), cálculos de los autores.

¹ El DANE, en su cálculo del acervo de vivienda, reporta un número de viviendas inferior en 540 mil para la misma fecha. Según esta misma Institución, para el tercer trimestre de 2004 había 9 millones de viviendas en todo el territorio nacional y 6,5 millones en las cabeceras municipales.

² La tasa de tenencia de los hogares no es igual al número de viviendas propias sobre el total, ya que en una misma vivienda puede haber varios arrendatarios.

³ Los datos de este trabajo se encuentran expresado en precios de diciembre 2004 con excepción de la Cuadro 1.

⁴ Este dato es consistente con la información de los balances de los bancos. Multiplicar la cuota promedio que los hogares reportan por el número de hogares que están pagando su vivienda es muy similar (6% de sobreestimación) al pago de intereses más las amortizaciones de capital que aparecen en los balances de los bancos.

⁵ Para mayor detalle de lo que sigue a continuación, véase el Recuadro.

⁶ Medido como la proporción de hogares con vivienda propia que se encuentra pagándola.

nivel de apalancamiento bajo una relación de cartera hipotecaria a PIB baja para estándares internacionales (véase Gráfico R4 del Recuadro,), que corresponde aproximadamente al 2,59 % del PIB a diciembre de 2004, el país se encuentra en un proceso de profundización de mercado hipotecario secundario que le permitirá al sistema financiero disponer de más recursos para emisión de cartera hipotecaria.

Comparando con estándares internacionales (véase el Recuadro), Colombia exhibe tasas de arriendo altas; de hecho, posee tasas similares a las de países desarrollados, e incluso superiores a la de algunos de estos países y a la del promedio latinoamericano. Es importante anotar que la relevancia que posee el arrendamiento como opción de vivienda en países de ingresos altos refuerza la idea de que una mayor tasa de propiedad de vivienda no es una condición *sine qua non* del desarrollo económico.

RECUADRO

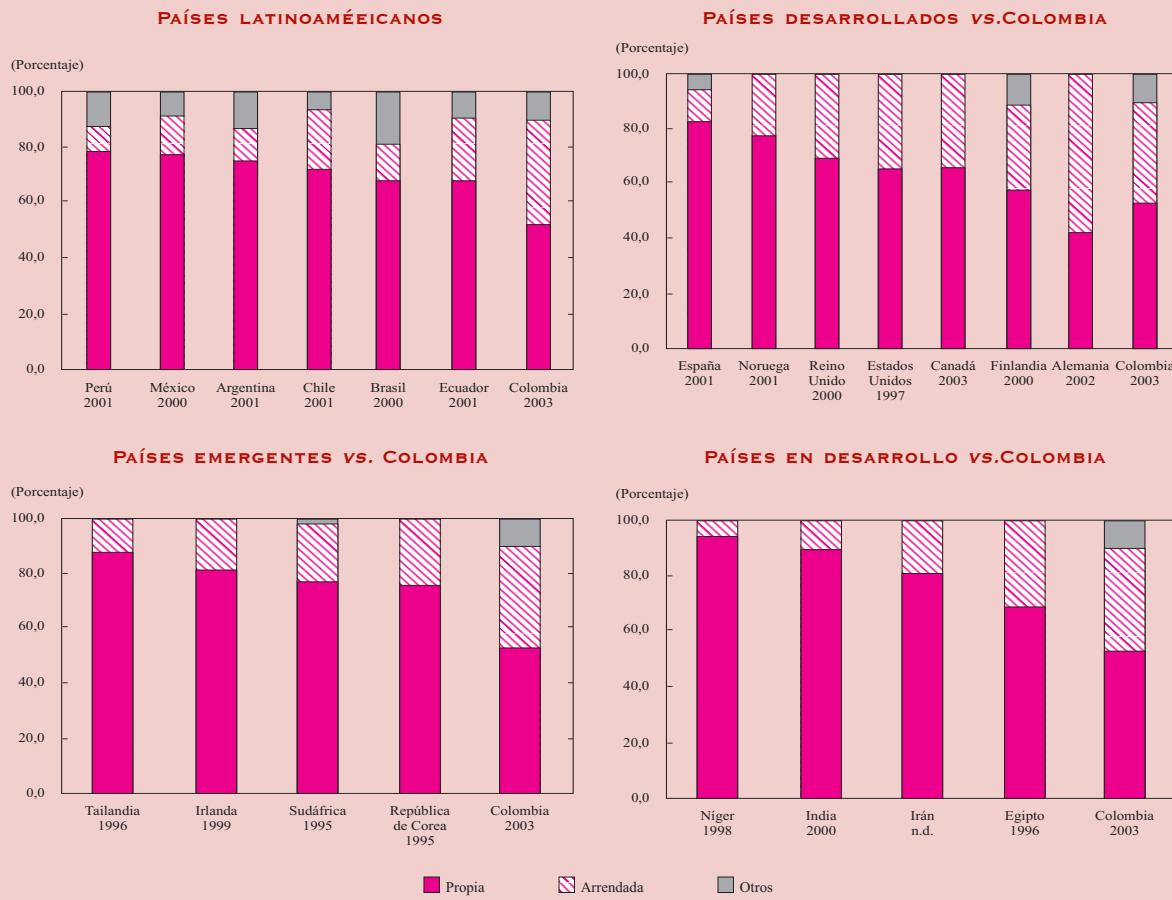
LA TENENCIA DE VIVIENDA A NIVEL INTERNACIONAL

Como se mencionó en la Sección II, para el año 2003, el 52,2% de los hogares colombianos habitaba en vivienda propia (Gráfico R1). El gráfico (panel a) muestra cómo la tasa propiedad de vivienda en Colombia es inferior a la de sus pares latinoamericanos. De hecho, Colombia se encuentra 20 puntos porcentuales (pp) por debajo de la tasa de tenencia promedio de los países latinoamericanos considerados; y ésta es, inclusive, inferior a la de países latinoamericanos con menor ingreso per cápita en 2003. Sin embargo, al contrastar con países desarrollados vemos que dicha tasa es cercana a la de algunos de estos, como Finlandia y Canadá, e incluso, encontramos que es superior a la de Alemania, cuya tasa de tenencia es de 42%. Esto sugiere que no existe una relación clara entre desarrollo económico y propiedad de vivienda. No obstante, al comparar la tenencia de vivienda en Colombia con la de países emergentes vemos que esta es bastante inferior y pareciera existir algún grado de correlación positiva entre ingreso per cápita y tenencia de vivienda. Sin embargo, esta relación se reversa, en apariencia, al observar el panel d, el cual podría indicar una relación inversa entre las dos variables. Por tanto, una tasa de propiedad alta no es una condición *sine qua non* para el desarrollo económico. Adicionalmente, la tendencia de una mayor tasa de arrendamientos en países de altos ingresos permite afirmar que la propiedad de vivienda no debe ser tomada como símbolo de prosperidad económica¹ (Gráfico R2).

No obstante, esta relación depende de otros factores que generan un componente idiosincrásico en el comportamiento de la tenencia de vivienda en cada país. La participación del gobierno en el mercado de vivienda es definitiva para la tasa de tenencia. Si bien muchos países poseen políticas que promueven la adquisición de vivienda, países como Singapur han adoptado políticas

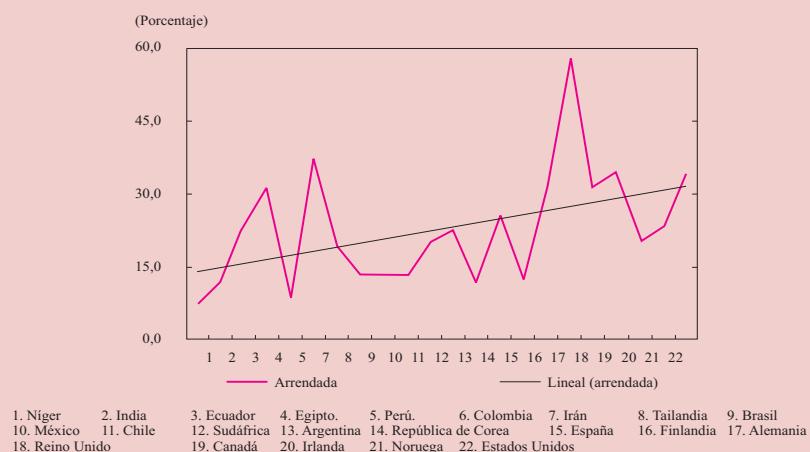
¹ United Nations Human Settlements Programme (2003), p. 15.

GRÁFICO R1
TIPO DE TENENCIA DE VIVIENDA EN DIFERENTES PAÍSES SEGÚN PIB PER CÁPITA



Fuente: www.census.gov y <http://www.destatis.de/basis/e/bauwo/wositab6.htm>.

GRÁFICO R2
TASA DE ARRENDAMIENTOS DE VIVIENDA SEGÚN PIB PER CÁPITA



Fuente: <http://www.worldfactsandfigures.com>.

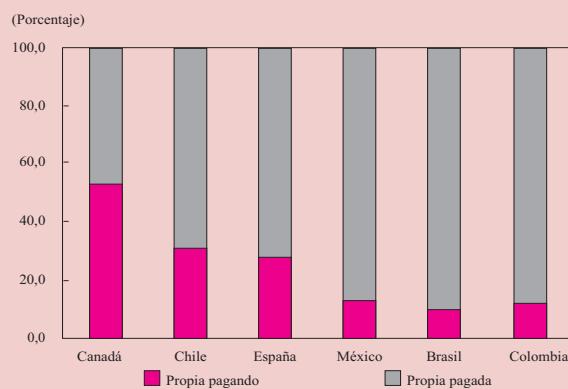
más agresivas (específicamente *la política de tasa de propiedad de vivienda de 100%*²) que conducen a altas tasas de propiedad de vivienda.

Si bien la relación entre desarrollo económico y tasa de propiedad de vivienda no es clara, sí parece existir una interrelación entre desarrollo económico y financiamiento de vivienda. El Gráfico R3 sugiere una relación positiva entre estas dos variables, es decir, los países con mayor PIB per cápita son los que poseen mayor nivel de apalancamiento (entendido como el porcentaje de individuos que poseen vivienda pero se encuentran pagándola). Lo anterior puede estar relacionado con el esquema de fondeo de cartera hipotecaria que asume cada país. Como se observa en el Gráfico R4, en los países de mayor ingreso per cápita la cartera hipotecaria representa una proporción considerable del PIB, e incluso en algunos casos como Dinamarca representa casi la totalidad de éste.

Esto parece explicarse por el esquema de fondeo, ya que los países que fondean buena parte de su cartera hipotecaria en el mercado de capitales, vía bonos hipotecarios y titularizaciones, son los países con mayores niveles de financiamiento hipotecario (medido como (Cartera + bonos + titularizaciones) / PIB)³. Esta relación proviene de las ventajas que ofrece el desarrollo del mercado hipotecario secundario, dado que este permite aumentar el financiamiento de vivienda gracias a una mejor asignación del riesgo, la disminución del riesgo de descalce en tasas y en plazos de los bancos, así como el potencial que posee para acceder a recursos en el mercado de capitales internacionales.

En conclusión, si bien no parece existir una interrelación clara entre la propiedad de vivienda y desarrollo económico, sí parece existir una interconexión considerable entre el sistema de fondeo de cartera hipotecaria, financiamiento de vivienda y desarrollo económico.

**GRÁFICO R3
PROPIA TOTALMENTE PAGADA Y PROPIA PAGANDO**

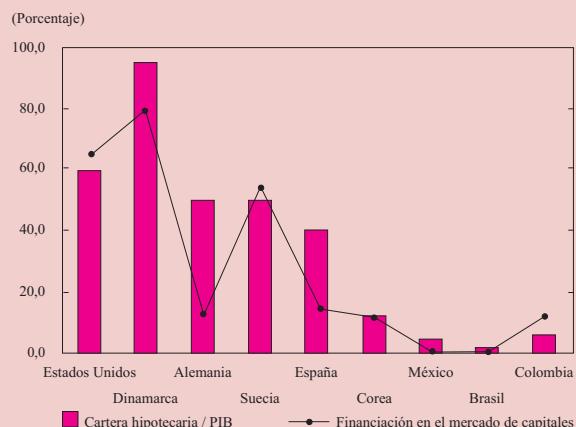


Fuente: <http://www.worldfactsandfigures.com>.

² Ibídem, p.13.

³ Hay que tener en cuenta que Alemania es un caso especial dado que la estructura de su sistema financiero se encuentra basado en intermediarios financieros y por tanto sus mercados financieros no se encuentran tan desarrollados. Es por lo anterior que Alemania exhibe tasas inusualmente bajas de financiamiento hipotecario vía mercado de capitales.

GRÁFICO R4
FINANCIAMIENTO DE VIVIENDA SEGÚN PIB PER CÁPITA 2003



Fuente: <http://www.worldfactsandfigures.com>.

B. Distribución y valor de las viviendas

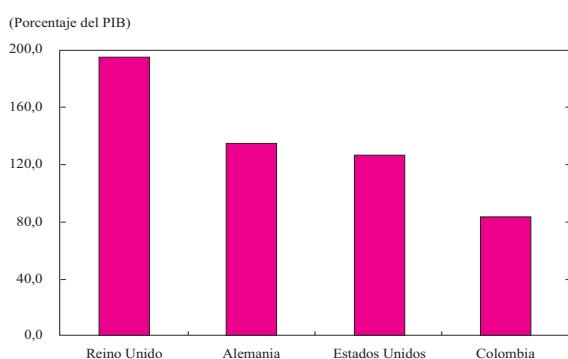
Una vez examinado el tipo de tenencia, en este acápite se indaga por el valor de la vivienda y su distribución según el estrato socioeconómico.

La encuesta pregunta a los propietarios cuánto consideran que valen las viviendas en que viven. Si bien éste es un precio de oferta, es lo más cercano a un precio de mercado, el cual nos permite hacer una estimación del valor del acervo de viviendas. A 2003, las viviendas propias valían \$172 b, aproximadamente, donde el 38% de este valor corresponde a viviendas de interés social (VIS)⁷ y el restante a no VIS. Adicionalmente, el valor promedio de las primeras fue de \$20,3 millones (m), mientras que el de las segundas fue de \$94,8 m.

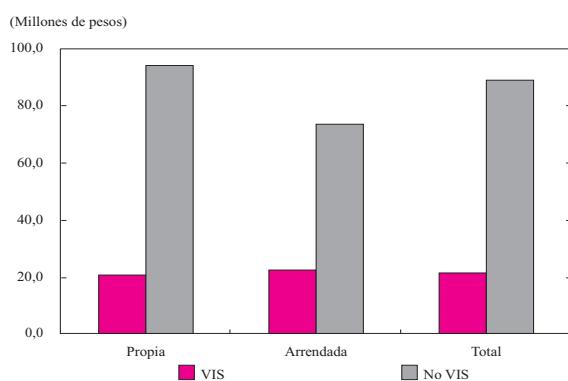
Sin embargo, la ECV no le pregunta a los hogares arrendatarios un valor estimado (o *valor preferido* por el hogar) de la vivienda que habitan, lo que dificulta el cálculo del valor del acervo total de viviendas. Es común suponer que las viviendas se arriendan mensualmente por el 1% de su valor. De esta manera se podría calcular el valor aproximado de la vivienda. No obstante, la encuesta brinda una alternativa ya que le pregunta a los hogares propietarios el valor por el cual arrendarían la vivienda que habitan. La respuesta de estos hogares puede ser una buena aproximación de lo que cobrarían los arrendadores, dado que ellos mismos

El valor del acervo de vivienda colombiana equivale al 84% del PIB.

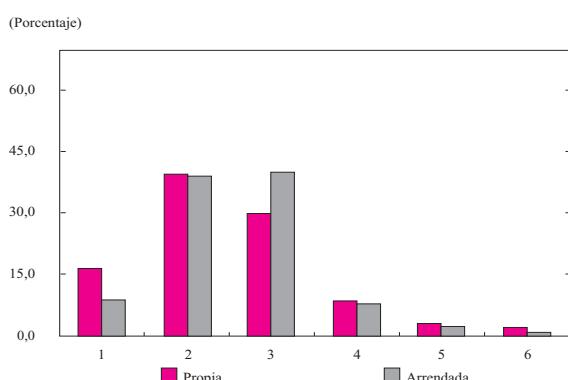
⁷ Se considera como VIS a aquella cuyo valor es menor a los 135 salarios mínimos legales mensuales.

GRÁFICO 2**VALOR DE LAS VIVIENDAS**

Fuente: DNP (2005) y ECV (2003).

GRÁFICO 3**VALOR PROMEDIO DE LAS VIVIENDAS VIS Y NO VIS**

Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 4**DISTRIBUCIÓN DEL NÚMERO DE VIVIENDAS POR ESTRATO (2003)**

Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

pueden ser los arrendadores. De esta manera es posible calcular la razón *arriendos esperados* (o renta imputada) al valor preferido, que para 2003 fue de 0,712%, y con ésta y los cánones mensuales de arriendo calculamos el valor aproximado de las viviendas arrendadas⁸. Siguiendo esta metodología, encontramos que las viviendas arrendadas en Colombia valen, aproximadamente, \$ 80 b, donde el 80% corresponde a viviendas VIS y el restante a viviendas no VIS. Es de resaltar que las primeras tienen un valor promedio de \$22,5 m, mientras que las segundas valen en promedio \$73,5 m. Por último, cabe mencionar que el canon promedio de arrendamiento es de \$206.000.

En agregado, el valor del acervo de viviendas (propias y arrendadas) colombianas es de aproximadamente \$252 b, equivalentes al 84 % del PIB (Gráfico 2). El valor promedio de la vivienda VIS colombiana es cercano a los \$21,3 m, mientras que para las no VIS el valor promedio es cercano a los \$90 m (Gráfico 3).

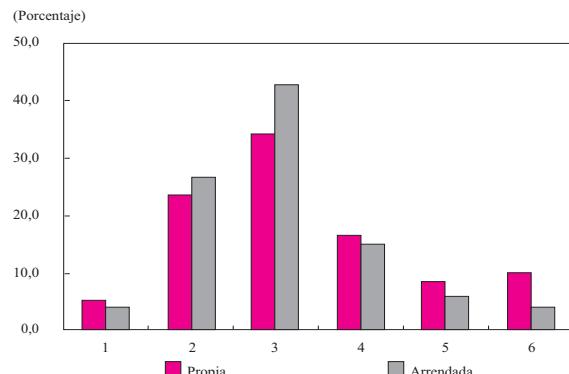
En cuanto a la distribución de las viviendas según el estrato socioeconómico, encontramos que el grueso de las viviendas colombianas se ubica en los estratos 2 y 3 (Gráfico 4). Para el caso de las viviendas propias, estos estratos representan el 69,5%, mientras que para las viviendas arrendadas representan el 79,2%. Debido a lo anterior, el valor de las viviendas, tanto propias como arrendadas, se encuentra concentrado en estos estratos (Gráfico 5). Sin embargo, es interesante ver la relación entre la distribución según el número de viviendas y según el valor para los estratos 1 y 6. A pesar de que el 16,4% de los hogares que tienen vivienda propia vive en estrato 1, estas viviendas representan solo el 5,6% del valor total de las viviendas propias. Por el contrario, para el estrato 6, donde vive el 1,9% de los hogares propietarios, el valor de las viviendas representa cerca del 10,4% del total.

Adicionalmente, es interesante ver cómo a partir del estrato 3, la diferencia en el valor promedio de las

⁸ Del grupo de viviendas arrendadas se excluyeron las que se encontraban habitadas por el dueño y otros arrendatarios, ya que estas se contabilizaron como viviendas propias.

GRÁFICO 5

DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LA VIVIENDA SEGÚN ESTRATO (2003)



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

III. EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA TENENCIA DE VIVIENDA

Como se mencionó anteriormente, a causa de la crisis económica, la hoja de balance de los hogares se vio fuertemente afectada. No solo dejaron de percibir ingresos, sino que, además, sus deudas hipotecarias se incrementaron, mientras que los precios de la vivienda caían. Lo anterior llevó a que un número grande de hogares no pudiera honrar sus deudas; y de estos, algunos se vieron obligados a *realizar pérdidas*¹¹ al vender su vivienda o entregarla como dación en pago. En lo que sigue se busca caracterizar a estos hogares a través de

⁹ Si bien esto podría, en parte, explicarse, por la forma en que se calculó el valor de las viviendas arrendadas, las diferencias son significativas, especialmente en estratos altos, donde el valor promedio de la vivienda arrendada es poco más de la mitad del valor promedio de la vivienda propia. Para comprobar nuestros resultados se realizó el mismo cálculo de renta esperada a valor preferido de la vivienda para cada estrato. La razón de cada estrato no es muy diferente de la media, a excepción del estrato 1, que presenta un 0,8%, en donde las diferencias entre el valor de las viviendas arrendadas y propias es la menor.

¹⁰ Esta idea se refuerza al mirar también el valor del acervo de las viviendas propias y arrendadas. Como se mencionó anteriormente el 38% del valor total de las viviendas propias es VIS, mientras que el 80% del valor total de las viviendas arrendadas es VIS.

¹¹ En lo que sigue, por *realización de pérdidas* nos referimos a la venta o entrega como dación en pago de una vivienda en un escenario con precios a la baja, lo que hace más probable que el valor de la vivienda, al momento de la liquidación, sea inferior al valor en el momento de compra inicial.

CUADRO 2

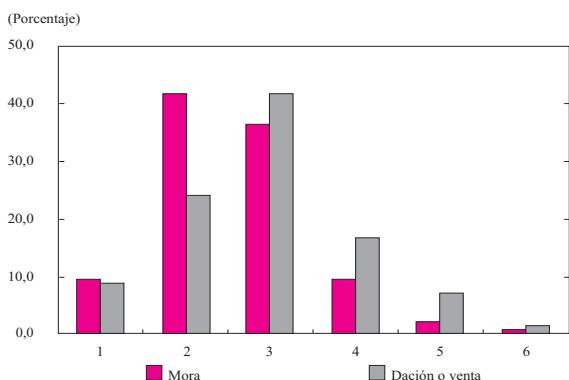
VALOR PROMEDIO DE LA VIVIENDA POR ESTRATO (PESOS)

	1	2	3	4	5	6
Propia	13.302.577	23.602.859	44.901.603	80.213.398	125.719.621	212.540.051
Arrendada	14.481.441	20.289.747	31.927.480	57.826.447	77.915.837	134.617.784
Diferencia porcentual	(8,14)	16,33	40,64	38,71	61,35	57,88

Fuente: ECV (2003), cálculos propios.

GRÁFICO 6

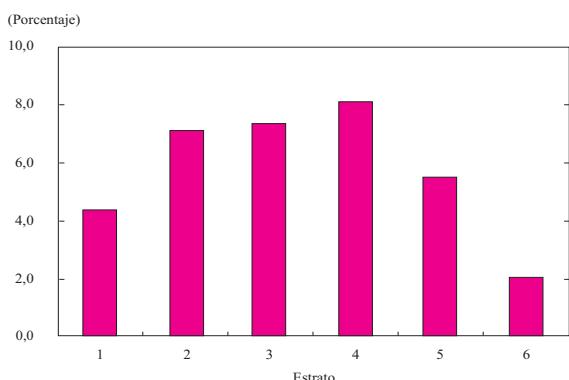
DISTRIBUCIÓN DE LOS HOGARES QUE CAYERON EN MORA POR CUATRO MESES O MÁS Y QUE DIERON SU VIVIENDA COMO DACIÓN EN PAGO O SE VIERON OBLIGADOS A VENDERLA



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

GRÁFICO 7

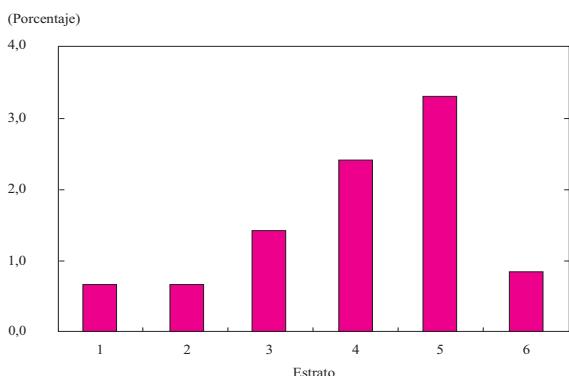
PORCENTAJE DE HOGARES DEL ESTRATO QUE CAYERON EN MORA



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

GRÁFICO 8

PORCENTAJE DE HOGARES DEL ESTRATO CON VENTA O DACIÓN EN PAGO



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

la ECV (1997 y 2003), con el fin de poder identificar cuáles fueron los estratos más afectados.

En primer lugar, es importante resaltar que el mayor número de personas afectadas por la crisis se concentró en los estratos 2 y 3. En particular encontramos que 571.033 hogares se atrasaron 4 meses (continuos) o más en el pago de sus créditos de vivienda en el período 1998-2002, donde el 77% de estos se concentró en los estratos mencionados anteriormente¹² (Gráfico 6). Por otra parte, 93.806 hogares se vieron obligados a vender su vivienda o entregarla como dación en pago, durante el mismo período. Nuevamente, los hogares que sufrieron por lo menos alguna de estas situaciones se concentraron en los estratos 2 y 3; de hecho, estos representaron el 65% del total (Gráfico 6). Finalmente, cabe anotar que, de los hogares que cayeron en mora, el 5,5% entregó su vivienda o tuvo que venderla.

Es de esperarse que la mayor parte de los hogares que se vio afectada por la crisis se concentre en estos estratos, ya que, como se vio anteriormente, una gran proporción de los hogares se ubican en estos estratos (Gráfico 4). Lo anterior nos obliga a examinar las estadísticas de cada estrato, con el objeto de identificar los hogares más afectados, de manera relativa, por la crisis.

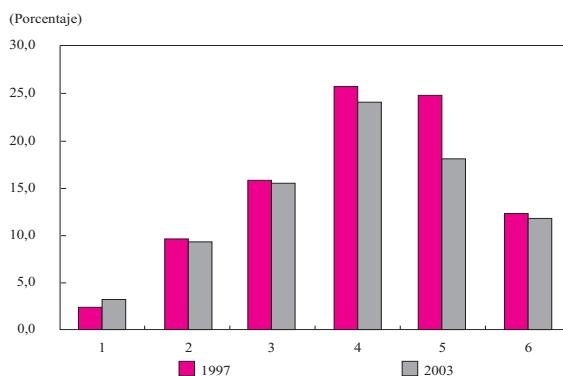
Como se observa en el Gráfico 7, si bien una porción considerable de los hogares de estratos 2 y 3 cayó en mora, el estrato 4 presentó la mayor incidencia en esta situación, dado que cerca del 8% de los hogares de este presentaron mora. Se resalta el buen desempeño del estrato más alto (6), en el cual solo el 2% de los hogares cayó en mora.

El Gráfico 8 presenta el porcentaje de hogares en cada estrato que se vio obligado a vender su vivienda o entregarla como dación en pago. Se observa que los estratos 4 y 5, fueron los más afectados con la crisis, dado que el 2,4% y 3,3% de los hogares de cada estrato tuvieron que realizar sus pérdidas. Es de resaltar que los estratos 1 y 2 no se vieron tan afectados por la

¹² Los hogares en estrato 1 y 4 cayeron en mora con igual participación, cercana al 9%, mientras el restante 2,4% corresponde a estratos 5 y 6

GRÁFICO 9

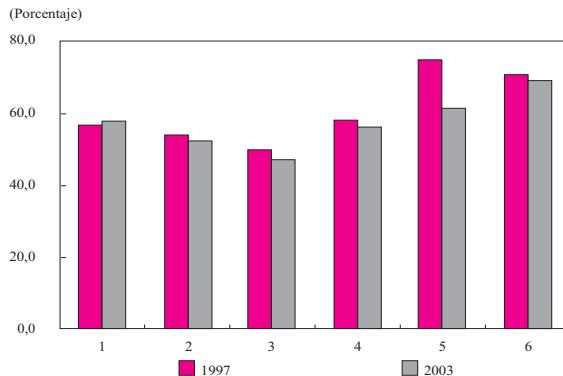
APALANCAMIENTO DE LOS HOGARES



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

GRÁFICO 10

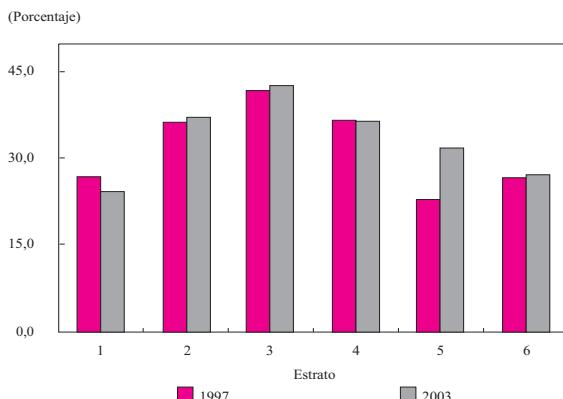
TASA DE PROPIEDAD POR ESTRATO



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

GRÁFICO 11

TASA DE ARRIENDO POR ESTRATO



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

crisis puesto que menos del 1% de los hogares de estos estratos se vieron obligados a vender su vivienda o entregarla como dación en pago; de hecho, éstos presentaron una proporción menor que la de los hogares en estrato 6.

Lo anterior puede explicarse en buena parte, por el apalancamiento¹³ de los hogares, la dinámica de los precios de vivienda y el desempleo de la cabeza de familia.

Como se observa en los gráficos 8 y 9, los estratos más apalancados antes de la crisis fueron los más afectados por ésta, es decir, los estratos 3, 4 y 5. Por su parte, los estratos 1, 2 y 6 fueron los menos apalancados, lo que reducía su exposición a cambios en tasas de interés y en precios de vivienda. Esta exposición reducida permitió que estos estratos fueran los menos afectados por la crisis, ya que una menor proporción de sus respectivos hogares se vio obligada a vender sus viviendas o entregarlas como dación en pago.

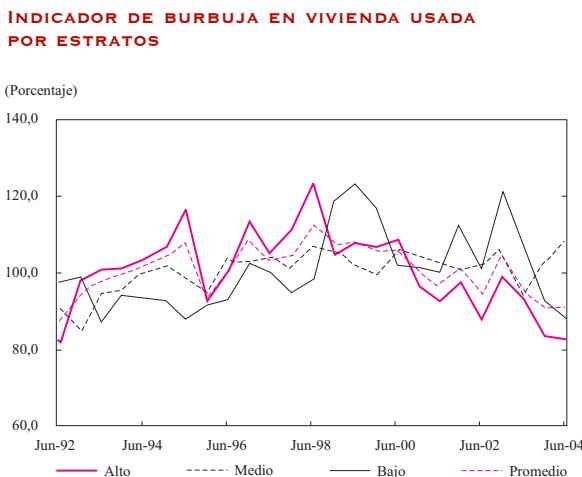
En este contexto sobresale el estrato 5, el cual redujo significativamente su apalancamiento entre 1997 y 2003. Durante este período, dicho estrato disminuyó el porcentaje de hogares apalancados de 25%, en 1997, a 18% en 2003 (Gráfico 9). Lo anterior se tradujo en una recomposición de su portafolio que se reflejó en la disminución de la tasa de propiedad y en un correspondiente aumento en la tasa de arriendo de los hogares en este estrato (gráficos 10 y 11).

El estrato 4, que estaba levemente más apalancado que el 5, no experimentó la recomposición de portafolio mencionada anteriormente, y exhibió una menor proporción de hogares que vendieron su vivienda o la entregaron como dación en pago. Una posible explicación a lo anterior subyace en la dinámica de los precios de vivienda inherente a cada estrato. El Gráfico 12 presenta los indicadores de burbuja por estrato¹⁴ en vivienda

¹³ El apalancamiento se define como el porcentaje de hogares con vivienda propia que en el momento de la encuesta se encontraba todavía pagándola

¹⁴ Por burbuja se entiende la situación en la que el aumento en precios de vivienda es más que proporcional al aumento en el

GRÁFICO 12



Fuente: Jaramillo (2004).

usada, construidos con los índices de precios de vivienda y de arriendos de Jaramillo (2004)¹⁵.

Estos indicadores muestran que los estratos altos (5 y 6) fueron los que tuvieron la burbuja más grande en sus activos de vivienda durante los noventa. Esto permitió que, al estallar la burbuja de precios (1998–1999), los hogares en estrato 5, que eran los más apalancados en 1997, fueran los más afectados; no sucedió lo mismo con el estrato 4 que, si bien estaba levemente más apalancado que el 5, no sufrió una burbuja tan grande. Por su parte, a pesar de la burbuja, el estrato 6 no se vio tan afectado por la crisis, dado que su apalancamiento era de los más bajos. Lo anterior se entiende de la siguiente manera: los hogares más apalancados eran más vulnerables a cambios en tasa de interés, puesto que la UPAC se encontraba indexada a la DTF.

En este sentido, una burbuja, como la observada en estratos altos, hace que los hogares más apalancados enfrenten mayores pérdidas potenciales, dado que la caída en la valoración del activo es más pronunciada. En este escenario, donde el precio de la vivienda cae y el valor de su deuda crece, incluso por encima del activo, se hace más probable que un hogar se vea obligado a vender su vivienda o entregarla como dación en pago para cancelar la deuda creciente. En otras palabras, el aumento en las tasas de interés y el rompimiento de la burbuja en precios de vivienda permitieron que el *loan to value* aumentara de tal forma que los agentes más apalancados prefirieron realizar sus pérdidas para cancelar su deuda.

En el caso de los estratos bajos (1 y 2), si bien parece existir una burbuja algo rezagada con respecto a los otros estratos, su bajo apalancamiento en 1997 les permitió ser los estratos menos afectados de todos.

Finalmente, el alto desempleo, fruto de la crisis, se sumó al apalancamiento y a la dinámica de precios en el mercado de vivienda como determinante de las pérdidas observadas por los hogares. El Gráfico 13, que presenta el porcentaje de hogares en cada estrato, cuya cabeza de familia perdió el empleo entre 1998 y 2002, es casi una réplica del Gráfico 9. Hubo un porcentaje alto de hogares de estratos 3, 4 y 5 en los cuales la cabeza de familia perdió el empleo; de igual manera, fueron los más afectados por la crisis. Lo anterior sugiere que la venta obligada de la vivienda o su

flujo de caja que genera el activo, que en este caso serían los arriendos imputados de vivienda. Lo que trata de capturar lo anterior es simplemente las situaciones en las que el precio del activo no refleja su verdadero valor, el cual está determinado por los flujos de caja que genera. Para una mayor discusión sobre este tópico, véase el recuadro de burbujas de activos de este *Reporte de Estabilidad Financiera*.

¹⁵ Para poder hacer comparaciones con los estratos utilizados anteriormente, los estratos bajos comprenden los estratos 1 y 2, los medios 3 y 4, mientras los altos abarcan los estratos 5 y 6.

dación en pago en estos estratos se explica en buena parte, no solo por el alto apalancamiento sino por la reducción en los ingresos del hogar, fruto de los períodos de desempleo de la cabeza de familia.

Es de resaltar que en los estratos 1, 2 y 6 se presentó una porción menor de hogares cuya cabeza de familia perdió el empleo entre 1998 y 2002. Lo anterior es consistente con el resultado que muestra a los hogares de estos estratos como los menos afectados por la crisis. No obstante, los estratos más bajos presentan una proporción de hogares con desempleo mayor que la del estrato más alto. Lo anterior implica que el hecho de que los estratos 1 y 2 hayan sido los menos afectados por la crisis, corresponde, principalmente, a que estos estratos se encontraban menos apalancados que el resto.

IV. CONCLUSIONES

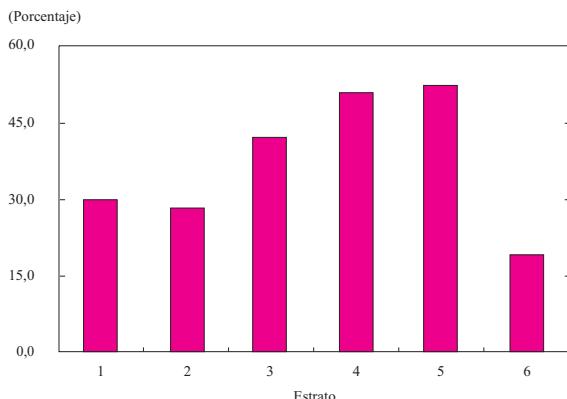
Dado que la dinámica del mercado de vivienda fue fundamental en el desarrollo de la crisis financiera de los noventa en Colombia, en este trabajo se examinaron dos aspectos encaminados a mejorar el entendimiento de este mercado. En primer lugar se examinó la tenencia, distribución del número y valor de las viviendas a 2003. En segundo lugar, con el objetivo de tener un mejor entendimiento del panorama actual, se estudiaron los efectos de la crisis económica sobre el balance de los hogares, en particular, sobre la tenencia de vivienda.

Se encontró que para 2003, el 52% de los hogares colombianos correspondía a propietarios, mientras que el 37% de estos representaban arrendatarios. De los propietarios, solo el 6% se encontraba pagando parte de la vivienda. Un alto porcentaje de éstas, tanto propias como arrendadas, se encuentra en estratos 2 y 3, de modo que buena parte del valor de las viviendas colombianas se encuentra concentrada en estos estratos. Sin embargo, es interesante resaltar que a pesar de la baja participación del número de viviendas de estratos 5 y 6 dentro del total, en estos se concentra una parte significativa del valor de las viviendas colombianas.

En 2003, se estima que el valor del acervo de viviendas propias y arrendadas equivale al 84% del PIB. En este contexto, es de resaltar que, en promedio, la diferencia en valor entre viviendas propias y arrendadas se amplía a medida que aumenta el estrato, lo que sugiere que la vivienda arrendada es un sustituto imperfecto de la vivienda propia en Colombia.

La crisis afectó de manera considerable la tenencia de vivienda en Colombia. El mayor número de personas afectadas por la crisis se concentró en los estratos 2 y 3; no obstante, esto corresponde a que la mayor parte de la población se encuentra

PORCENTAJE DE HOGARES CON DESEMPELO EN CABEZA Y DACIÓN



Fuente: ECV (2003), cálculos de los autores.

La tenencia de vivienda se vio afectada fuertemente en los estratos 2 y 3, como consecuencia de la concentración de las viviendas en estos estratos.

Sin embargo, al analizar el impacto de la crisis en cada estrato, se encontró que los estratos 4 y 5 fueron los más afectados.

en estos estratos. Para aislar este hecho e identificar cuáles fueron los estratos más afectados, de manera relativa, se realizaron estadísticas controlando la población de cada estrato. Los resultados muestran que los estratos 4 y 5 fueron los más afectados por la crisis, dado que una mayor proporción de sus respectivas poblaciones se vio obligada a vender sus viviendas o entregarlas como dación en pago. Se resalta la disminución en el apalancamiento del estrato 5 entre 1997 y 2003, como resultado de la crisis en la cual las altas tasas de interés, la pronunciada burbuja en precios de vivienda y los episodios de desempleo de la cabeza de familia, especialmente recurrentes en este estrato, llevaron a que éste experimentara un incremento en su *loan to value* tal que era preferible vender la vivienda o entregarla como dación en pago. Esta disminución en el apalancamiento generó una recomposición en el portafolio de los hogares, que, a su vez, se reflejó en la disminución de su tasa de tenencia de vivienda y en su respectivo aumento en la tasa de arriendo. Por otra parte, como era de esperarse, el desempleo de las cabezas de familia estuvo bastante relacionado con la venta obligada y la entrega como dación de pago en las viviendas. Finalmente, se resalta el bajo apalancamiento de los hogares de estratos bajos antes de la crisis, que les significó ser los menos afectados por ésta.

En este trabajo se examinaron tan solo algunos aspectos del mercado de vivienda. Sin embargo, hay una amplia agenda de investigación por recorrer en este mercado. Temas como el porqué de la baja dinámica y los bajos niveles del crédito hipotecario observados, así como la importancia de las restricciones de crédito en la tenencia de vivienda para hogares VIS y no VIS, son tan solo algunos de los elementos que se deberían estudiar en el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Fogafin. Resumen operaciones de apoyo al sistema financiero, 1998–2003. 2003
- Jaramillo, S. Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá 1970-2004. Universidad de los Andes, Documento CEDE No. 42, 2004.
- United Nations Human Settlements Programme. Rental Housing. An essential Option for Urban Poor in Developing Countries. Nairobi, 2003.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. “Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia. En: Borradores de Economía, Banco de la República, No. 204, 2002.