

NOTA EDITORIAL

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA JUNIO DE 2004

Resumen y conclusiones

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

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

Evolución del entorno macroeconómico

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

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

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

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

Endeudamiento total del sector real

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

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

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

Sector corporativo privado

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

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

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

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

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

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

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

Hogares

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

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

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

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

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

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

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

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

Sector público no financiero

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

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

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

Evolución reciente del sistema financiero

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

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

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

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

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

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

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

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

Junta Directiva del Banco de la República

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

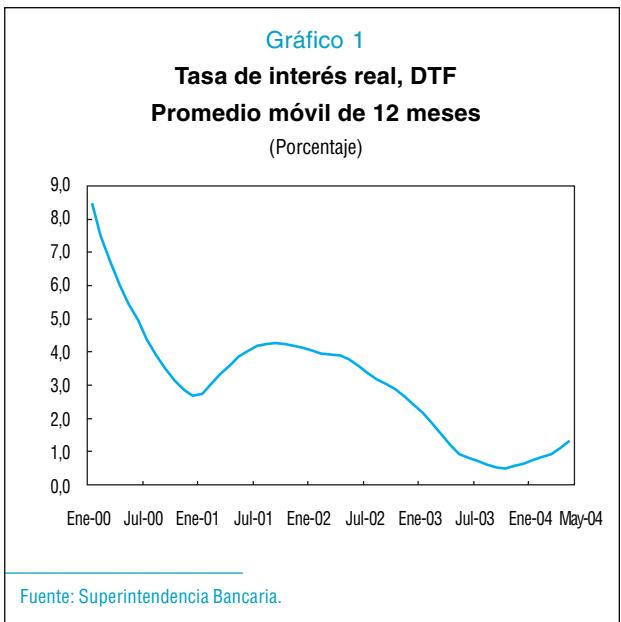
A lo largo de 2003 la intermediación financiera en Colombia fue alentada por un entorno macroeconómico favorable. Un contexto semejante ha prevalecido durante los primeros cinco meses de 2004. En el plano internacional, los prospectos optimistas planteados hace un año acerca de la dinámica esperada de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

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

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

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

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



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

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

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

II. DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3/ Incluye arrendamiento financiero.

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

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

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

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

El Cuadro 1 (panel inferior) muestra la relación deuda / PIB del sector real entre 1998 y marzo de 2004. Este indicador complementa el análisis de la evolución de la deuda agregada, permitiendo observar el nivel de deuda frente a los ingresos de los deudores. Si bien un aumento en el nivel global de deuda incrementa el riesgo de los acreedores manteniendo todo lo demás constante, los aumentos en dicho nivel pueden estar asociados con un incremento en la actividad económica que conduce a mayores ingresos futuros con los cuales se pueda cumplir con las obligaciones.

Los incrementos acelerados de esta relación son fuentes de riesgo que pueden afectar al sistema financiero interno tanto directa como indirectamente.

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

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

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

$$\frac{e_1 - e_0}{e_0} = \frac{(\pi - \pi^*)}{(1 + \pi^*)}, \text{ donde } \pi \text{ es la inflación doméstica entre los dos períodos y } \pi^* \text{ es la inflación externa correspondiente.}$$

Cuadro 2

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

(Sin la corporación financiera IFI) 1/

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

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

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

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

3/ Incluye arrendamiento financiero.

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

La primera se explica porque parte de la deuda se financia por medio del sistema financiero interno. La segunda afecta al sistema en la medida en la que aumentos en la relación incrementan la fragilidad financiera de los deudores, los cuales pueden ver afectada su capacidad de pago ante choques sobre su solvencia o liquidez.

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

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

III. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

En esta sección se analiza la exposición del sistema financiero a sus principales deudores: el sector corporativo privado, los hogares y el sector público no financiero. El total del monto expuesto del sistema financiero se aproxima como la suma de la cartera y las inversiones voluntarias en títulos no participativos (de renta variable) en el balance de los establecimientos de crédito. Para marzo de 2004 este monto era de \$75,5 billones (b), una cifra 8%⁶ superior a la registrada en el mismo mes de 2003. En términos de participación en el activo total, el monto expuesto mostró una tendencia levemente ascendente ubicándose en 75,5%, uno y medio puntos por encima de lo registrado en marzo de 2003 (Cuadro 3).

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

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

⁶ En términos reales.

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

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

1/ El monto total expuesto incluye la cartera bruta de las entidades y las inversiones voluntarias no participativas en el balance del sistema.
2/ Billones de pesos de marzo de 2004.

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

A. Sector corporativo privado

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

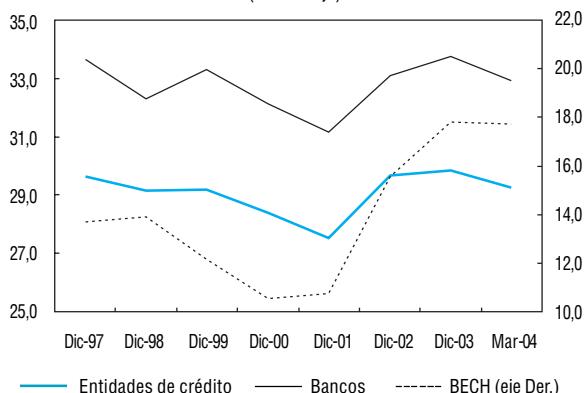
a. Monto expuesto

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

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

Gráfico 2
**Exposición de los establecimientos de crédito
 al sector corporativo privado,
 bancos y BECH (*)**

(Porcentaje)



(*) Cartera comercial privada, microcrédito y títulos privados en manos de las entidades de crédito como proporción del activo de las entidades de crédito.

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

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

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

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

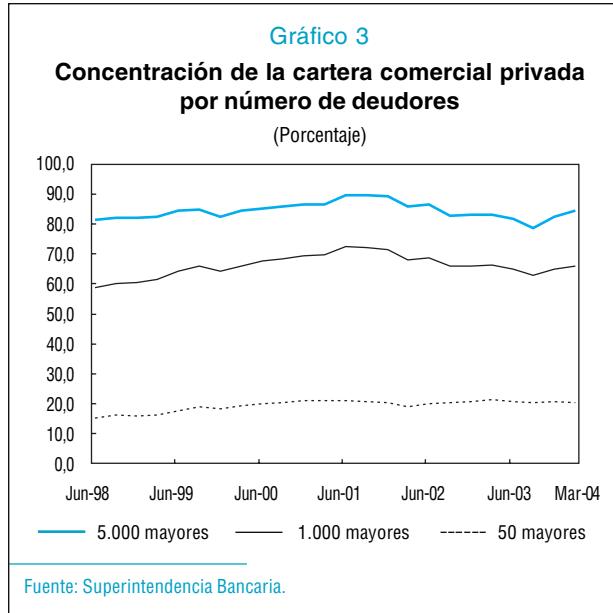
Por otro lado, la demanda de crédito se ha visto afectada por la reestructuración del balance que han tenido las empresas, caracterizada por la reinversión de altas utilidades obtenidas durante 2003. El fondeo por medio de recursos internos a la firma y las emisiones de bonos por parte de algunas empresas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

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

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

b. Principales deudores del sector corporativo privado⁸

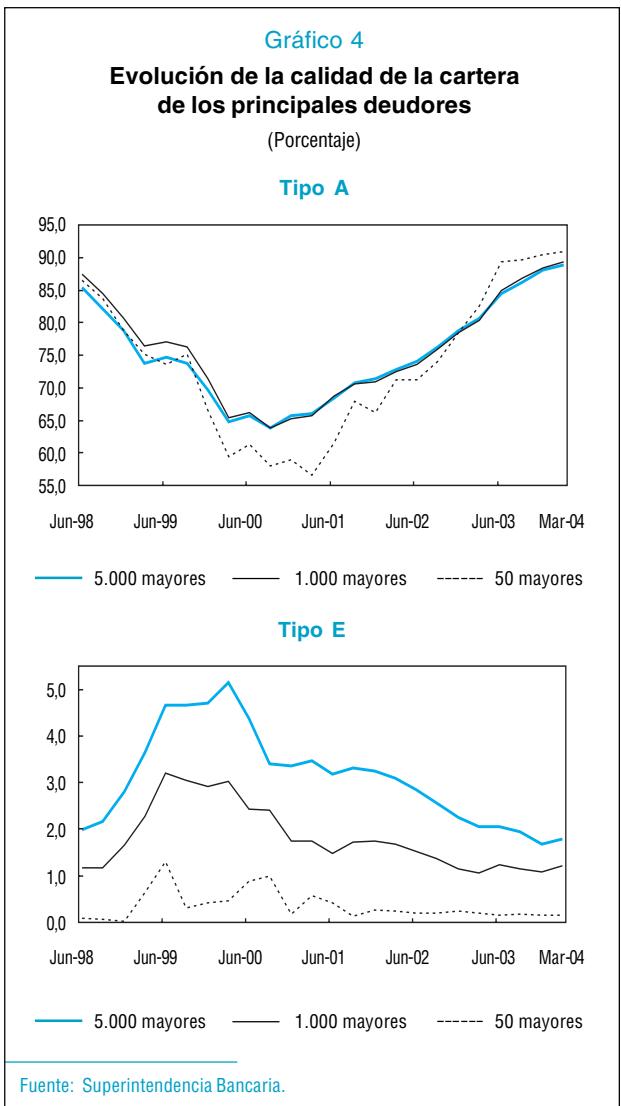
La concentración del crédito privado se incrementó entre septiembre de 2003 y marzo de 2004. La participación del crédito de los 5.000 principales deudores dentro de la cartera comercial privada aumentó de 78,5% a 84,5% en las fechas mencionadas, patrón que también se observó de modo más tenue para los 1.000 mayores deudores (Gráfico 3). Los 50 mayores deudores han mantenido una participación bastante estable en el último semestre. Por tanto, el indicador de concentración, que venía reduciéndose desde septiembre de 2001, ha cambiado su tendencia desde septiembre de 2003.



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

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

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



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

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

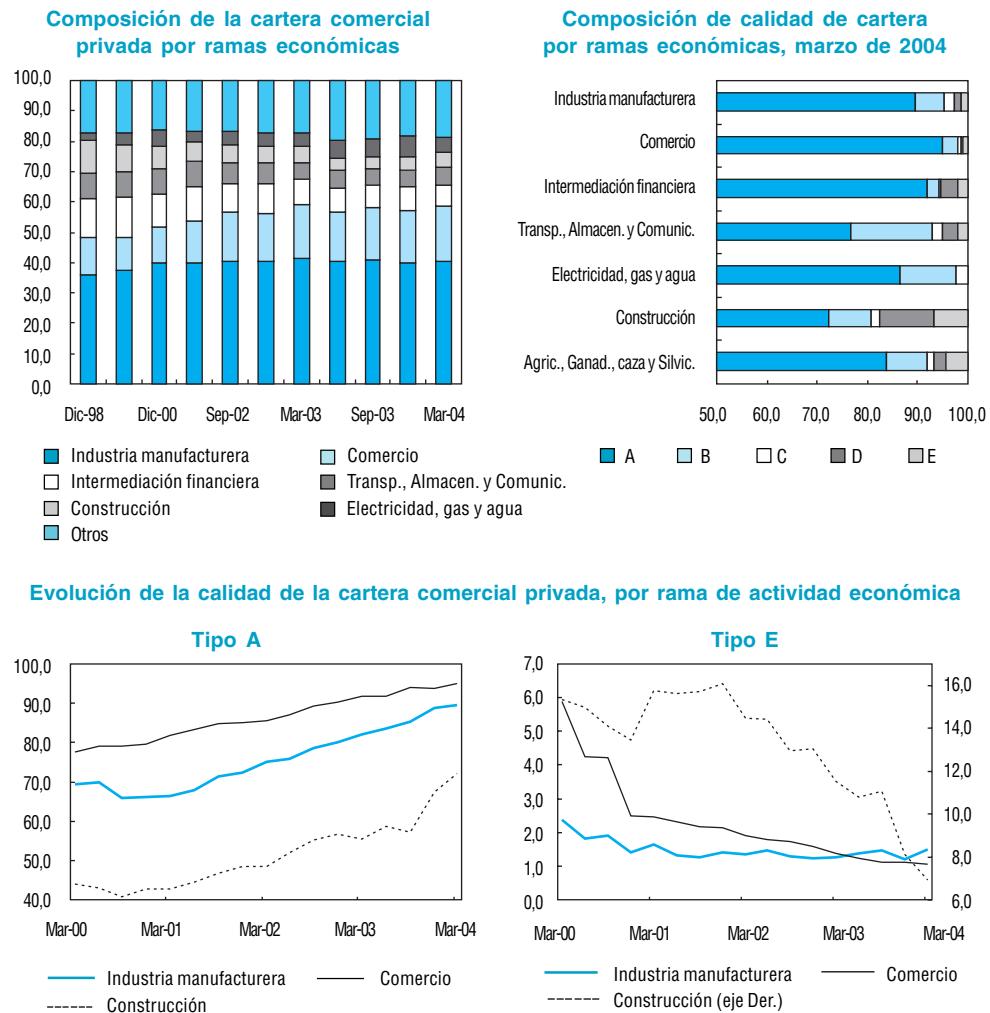
- A. El dinamismo reciente en la rama de construcción ha venido acompañado de un importante avance en cuanto a la calidad de sus créditos se refiere; sin embargo, es la rama que mantiene la cartera con mayor deterioro.

2. Resultado de las empresas

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

Gráfico 5

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



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

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

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

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

a. Indicadores de rentabilidad¹¹

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

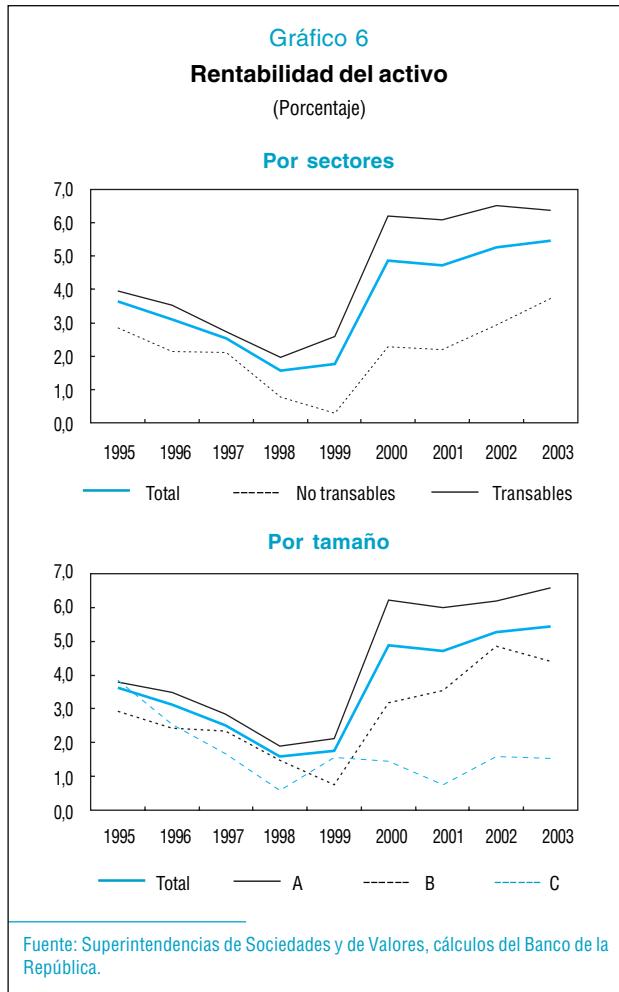
Esta elevada rentabilidad del sector corporativo privado durante la parte alta del ciclo económico también se observó al calcular las utilidades como proporción del PIB, lo que evidencia el carácter procíclico de las utilidades. Desde el año 2000 tanto la utilidad operacional como la utilidad antes de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

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

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

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

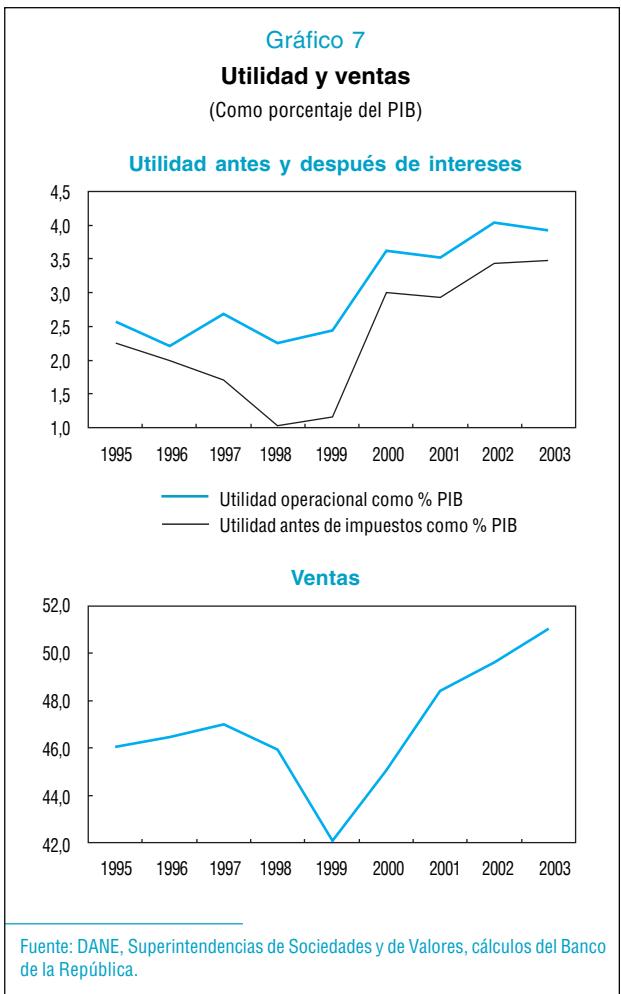
del Gráfico 7, permite ver cómo parte del deterioro rentable vivido durante la parte baja del ciclo tuvo su origen en la estructura no operacional de las empresas. Durante los años 1998 y 1999 la carga financiera de las empresas minó la utilidad del sector corporativo privado en un entorno de altas tasas de interés, devaluación del tipo de cambio y altos niveles de endeudamiento en moneda extranjera¹³. Otra parte de la recuperación rentable tuvo origen en el favorable comportamiento de las ventas, las cuales después de experimentar un crecimiento bajo en 2002 (2,8% real), presentaron un crecimiento real de 6,8% en 2003. Este comportamiento ha sido consistente con el crecimiento de la demanda interna desde el año 2000 y con la recuperación de las exportaciones a finales del año 2003 (por el mayor precio de los *commodities*, la recuperación de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y el restablecimiento de preferencias arancelarias con los Estados Unidos) después de un desempeño poco satisfactorio en 2002.



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

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

¹³ Durante 1999 los egresos financieros llegaron a representar 10% de las ventas, y los ingresos financieros sólo 4%, con niveles de \$6,1 b y \$2,5 b, respectivamente. Para el año 2003 los egresos sólo representaron 4% y los ingresos 2%, equivalentes a niveles de \$4,9 b y \$2,3 b, respectivamente.



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

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

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

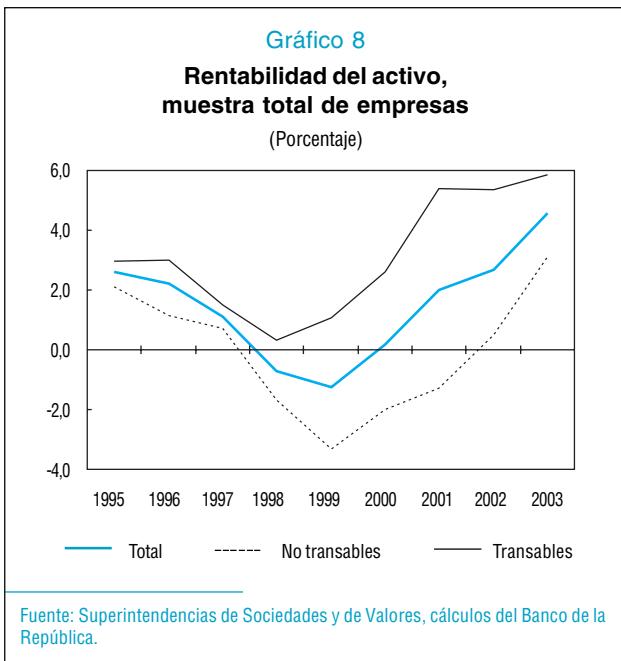
Por su parte, las empresas productoras de bienes transables han mantenido una rentabilidad estable desde el año 2000 y mayor que la de los no transables¹⁴ (Gráfico 8). En el último año las utilidades antes de impuestos crecieron solamente 5,9% (-0,6% real) vs. 8,3% del activo (1,7% real), razón por la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

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

Cuadro 4
Composición del estado de pérdidas y ganancias por sectores

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

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



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

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

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

b. Indicadores de liquidez¹⁶

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

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

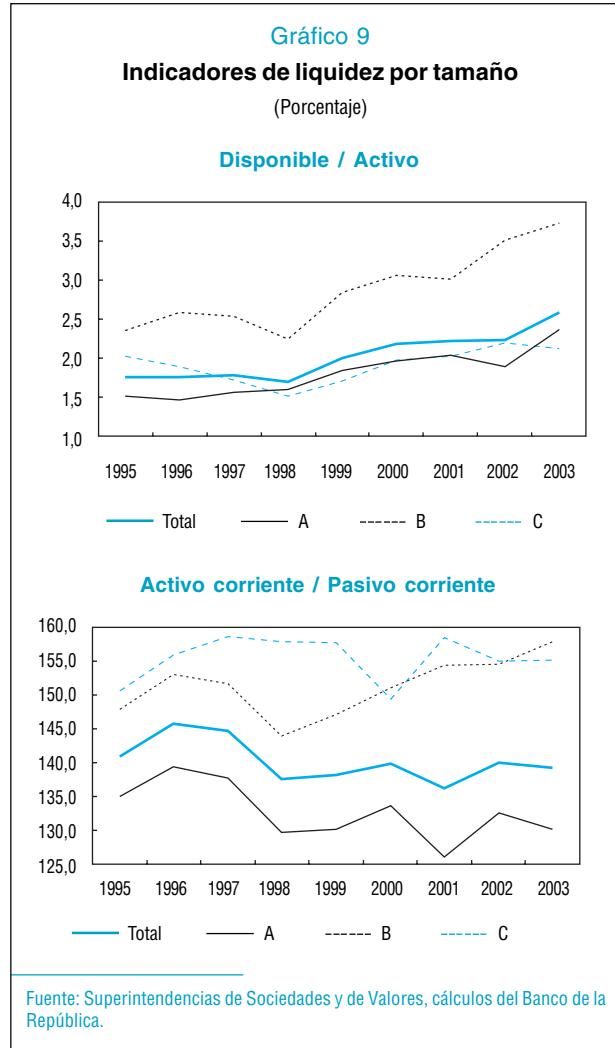
¹⁶ El riesgo de iliquidez en las empresas puede ser afrontado temporalmente, manteniendo un mayor volumen de activos fácilmente realizables como proporción de las obligaciones de corto plazo o de los recursos disponibles. Este amortiguador, reflejo de la liquidez de las empresas, se midió a partir de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

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

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

c. Indicadores de endeudamiento¹⁷

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



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

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

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

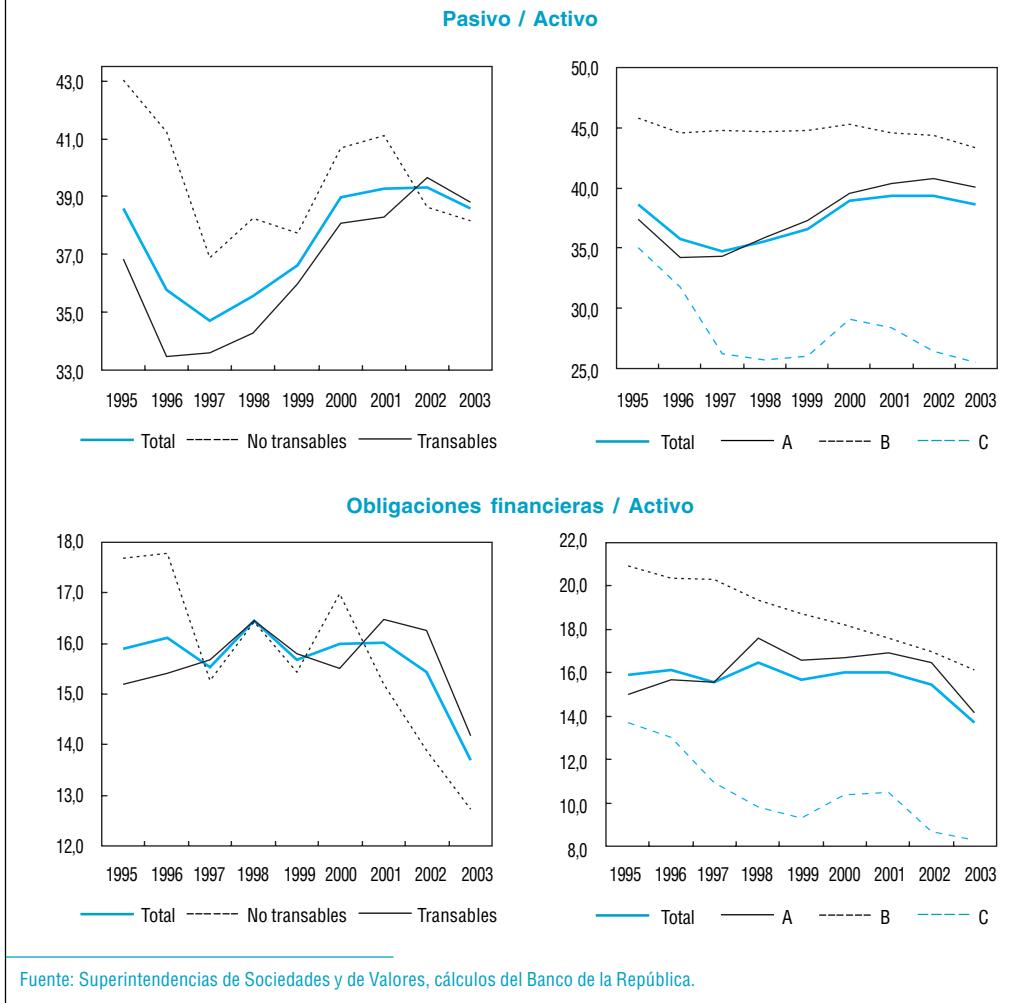
	Activo		Pasivo	
	2002	2003	2002	2003
Corto plazo			Corto plazo	
Disponible	2,9	3,7	Obligaciones financieras	10,4
Inversiones	4,3	4,7	Proveedores	9,6
Deudores	23,8	24,3	Cuentas por pagar	5,8
Inventario	14,1	15,5	Impuestos	2,6
Diferidos	0,9	0,8	Obligaciones laborales	0,9
Activo corriente	45,9	49,0	Otros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

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

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

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

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



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

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

Cuadro 6
Composición del pasivo

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

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

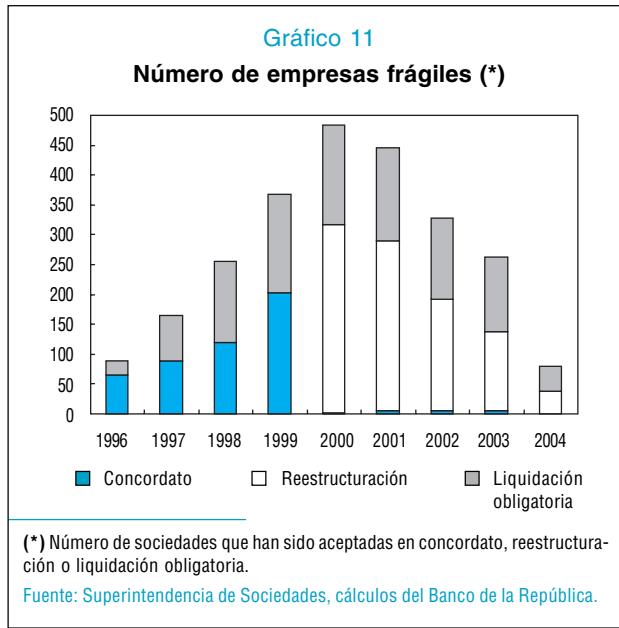
Cuadro 7
Composición de las obligaciones financieras

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

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

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

cional, como con entidades del exterior (Cuadro 7). El menor endeudamiento con las entidades del exterior se reflejó en los bajos crecimientos de los créditos en dólares en los años 2001-2002-2003 (-6% y -20%, respectivamente)¹⁸. En el caso de las obligaciones financieras contraídas con el sistema financiero nacional, la composición por prestamista no ha variado mucho, y las entidades más expuestas siguen siendo los bancos comerciales con el 81% de los \$13,6 b reportados en 2003, seguidos por las corporaciones financieras (CF) con el 13%, las CFC con 4% y los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) con 1%.



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

RECUADRO 1

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

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

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

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

(Miles de millones de pesos)

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

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

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

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

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

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

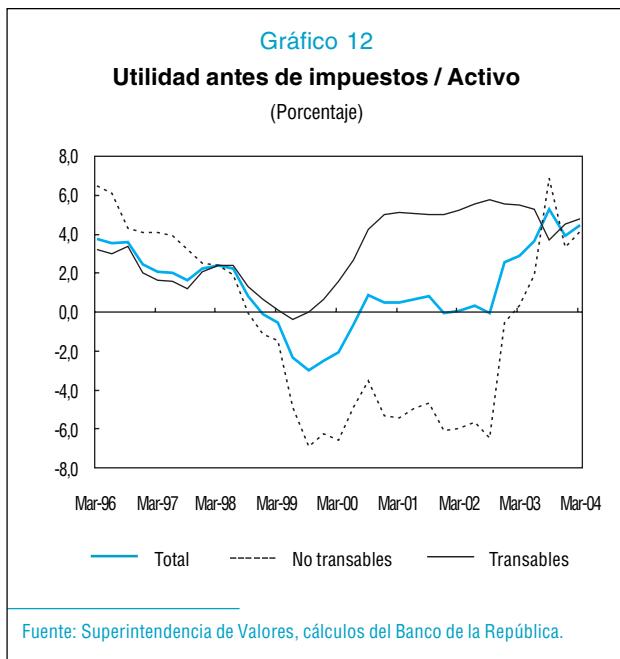
nancieras netas con entidades domésticas de estas empresas no se redujeron, los recursos procedentes de la emisión pudieron haberse destinado a refinanciar las deudas en un entorno de mejores tasas de interés. De esta forma, se aminora la carga financiera de las empresas sin reducir el monto neto de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

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

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

d. Resultado de las empresas a marzo de 2004

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



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

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

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

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

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

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

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

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

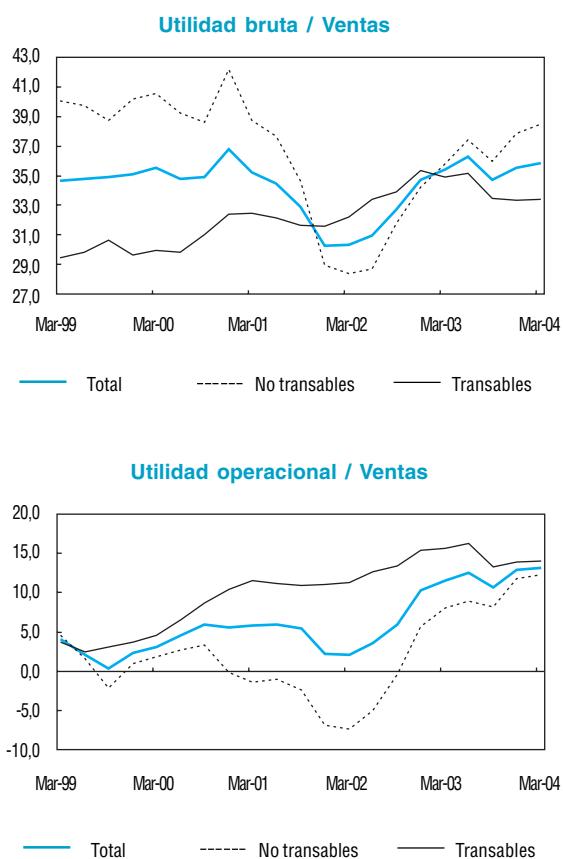
Las condiciones de liquidez mejoraron marginalmente en el primer trimestre de 2004 y no se han modificado significativamente en el último año (Gráfico 14). Mientras la liquidez inmediata (disponible) mejoró levemente y se mantiene en niveles usuales en ambos sectores, la menos inmediata sigue presen-

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

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

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

Gráfico 13
Márgenes de rentabilidad
(Porcentaje)



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

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

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

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

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

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

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

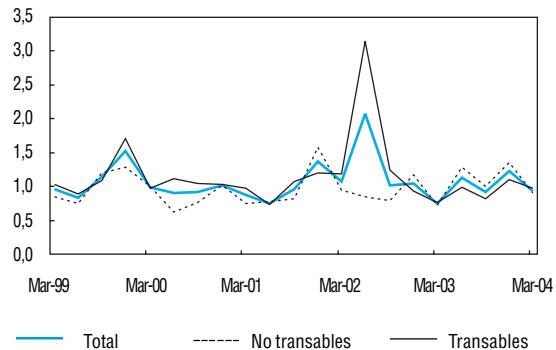
3. Expectativas empresariales

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

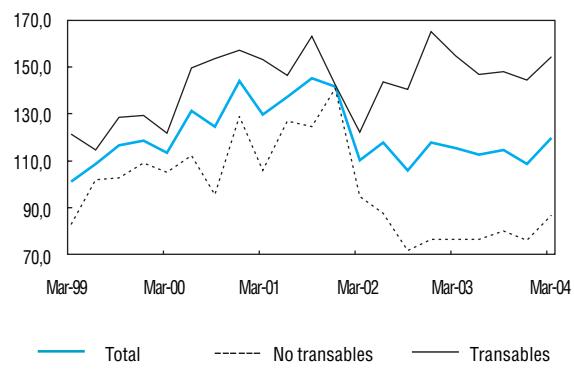
Nuevamente los agentes revisaron sus pronósticos de crecimiento para 2004 y 2005 gracias al buen comportamiento de la economía a lo largo del año 2003. En la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República durante abril de 2004, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio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

Gráfico 14
Indicadores de liquidez
(Porcentaje)

Disponible / Activo



Activo corriente / Pasivo corriente

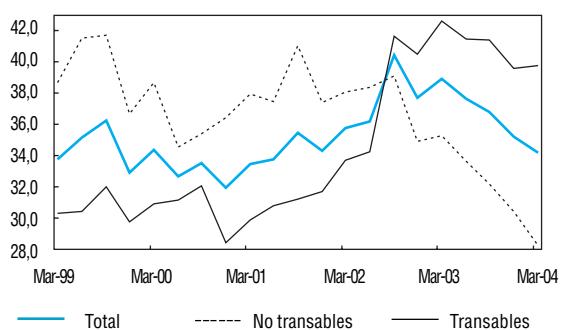


Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

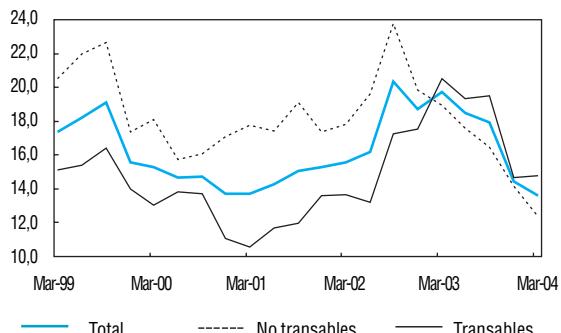
²³ La presión financiera se define como egresos financieros / (ventas + ingresos financieros). El comportamiento mencionado se observó tanto en el indicador con la rama de comunicaciones como sin ella.

Gráfico 15
Indicador de endeudamiento total y financiero
(Porcentaje)

Pasivo / Activo



Obligaciones financieras / Activo



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

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

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

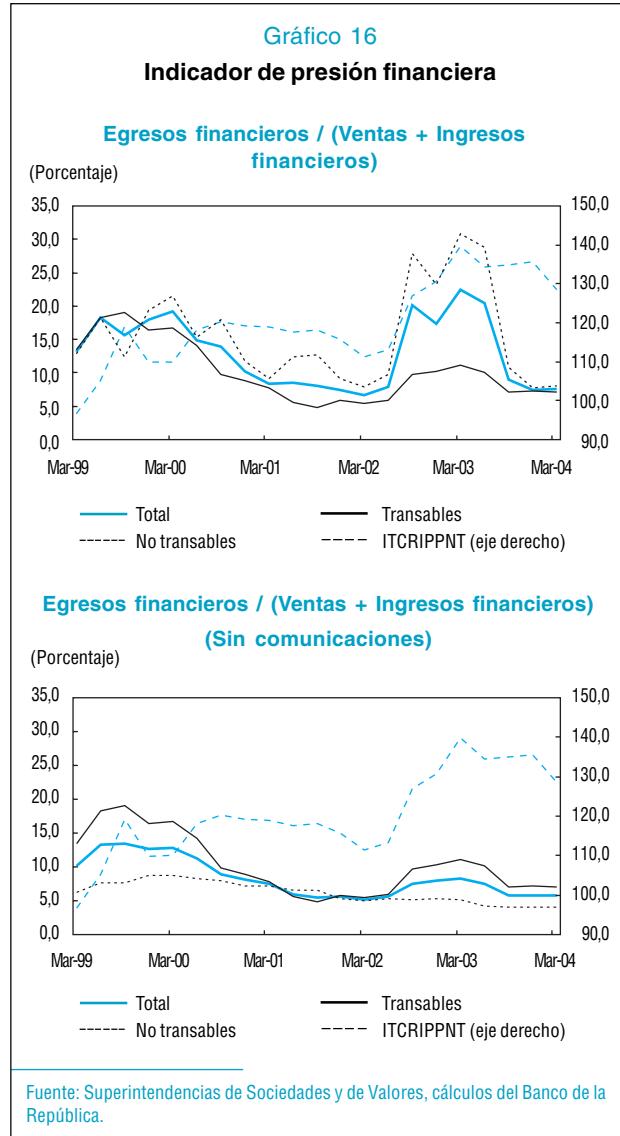
Cuadro 9
Composición del pasivo
(Participación del pasivo)

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

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

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

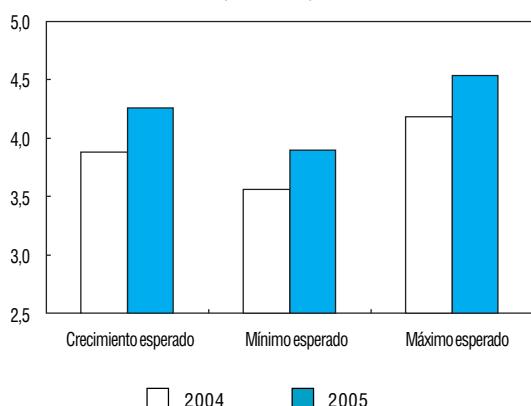
la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de marzo de 2004, la industria conserva buenas condiciones que harán del 2004 un buen año para la economía. El favorable comportamiento de la industria se observó en el crecimiento en la producción, las ventas, el mayor nivel de pedidos, el buen clima para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



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

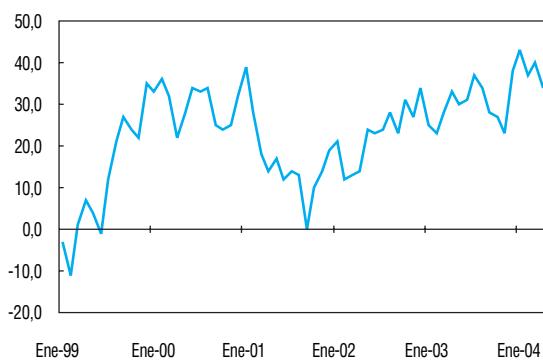
Aun cuando se mantienen y se espera en el corto plazo que se mantengan las condiciones favorables económicas y no parecen existir señales de desaceleración de actividad económica, no hay una tendencia clara sobre la demanda de recursos del sistema financiero. A pesar del favorable desempeño en producción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

Gráfico 17
Crecimiento esperado del PIB en 2004 y 2005
(Porcentaje)



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

Gráfico 18
Expectativas de la situación económica de la empresa
(Balance)



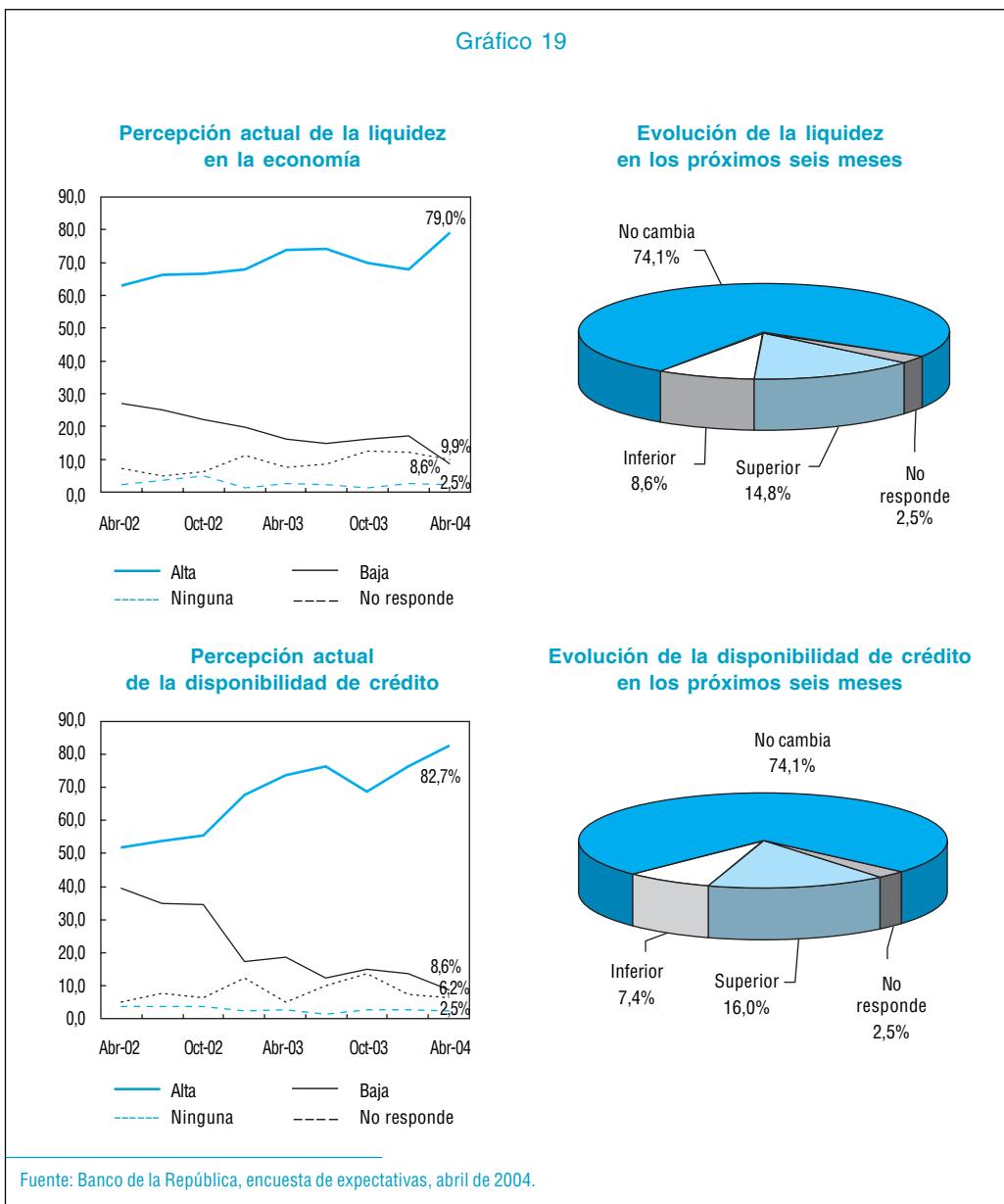
Fuente: Fedesarrollo, encuesta de opinión empresarial, abril de 2004.

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

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

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

Gráfico 19

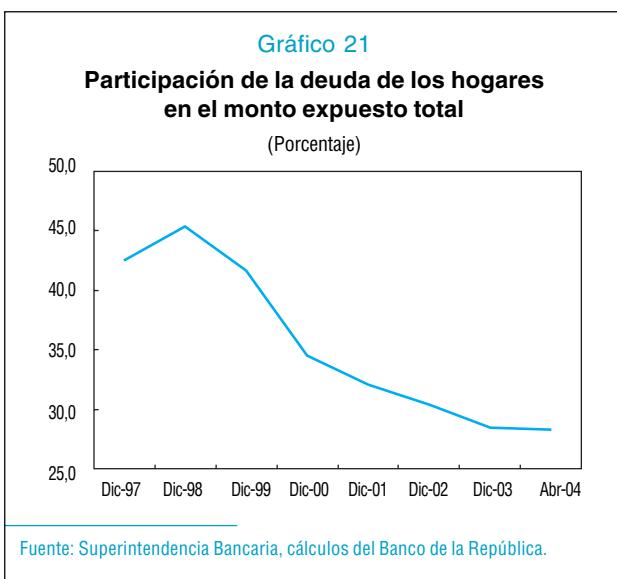
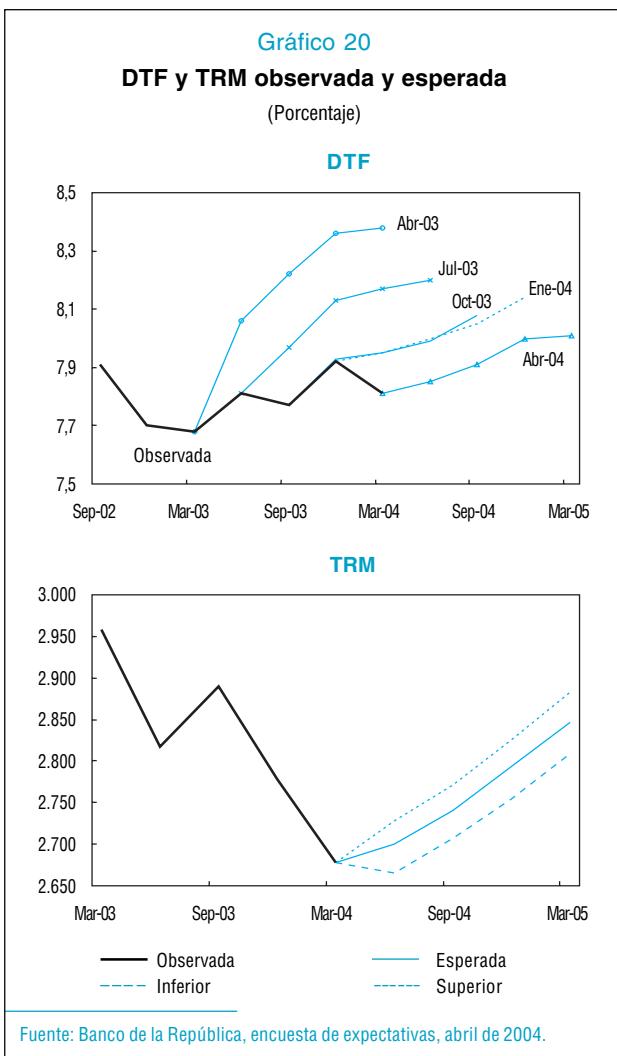


B. Hogares

1. Montos y exposición general

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

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



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

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

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

Cuadro 10
Descomposición de la deuda de los hogares

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

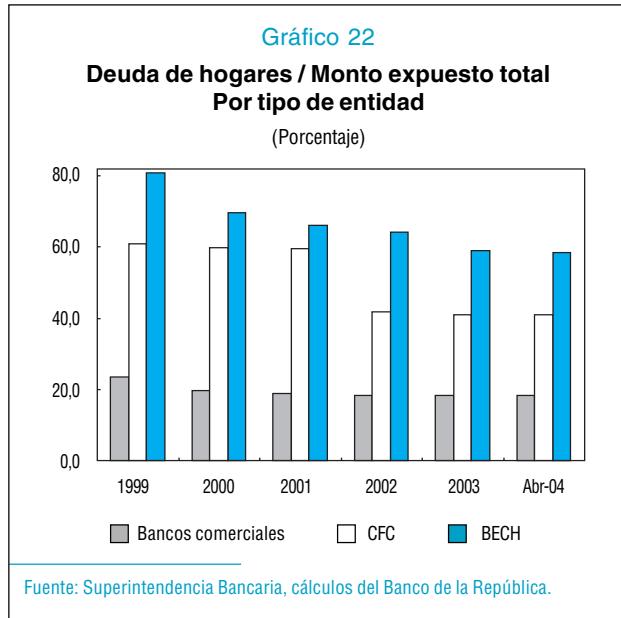
(*) Billones de pesos de marzo de 2004.

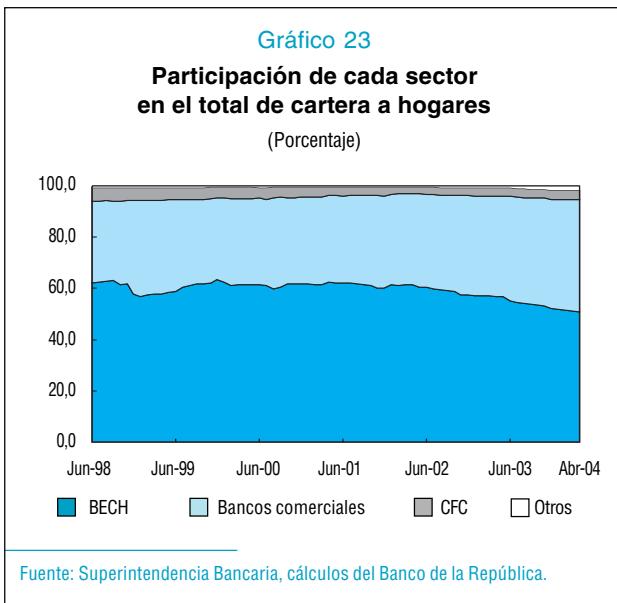
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

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

del Gobierno (Gráfico 22).

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





gares hacia la cartera de consumo (Gráfico 23).

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

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

su participación, apoyados sobre todo en la expansión de la cartera de consumo, y para abril de 2004 eran acreedores del 42,7% del total de la deuda de los hogares con el sistema financiero (4% por encima del nivel del año anterior). Los demás intermediarios aumentaron su participación en 1,8%, lo cual se explica, principalmente, por el desempeño de las cooperativas y las CFC. Esta composición más equilibrada desde el punto de vista del tipo de acreedor refleja fielmente la recomposición de la deuda de los ho-

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

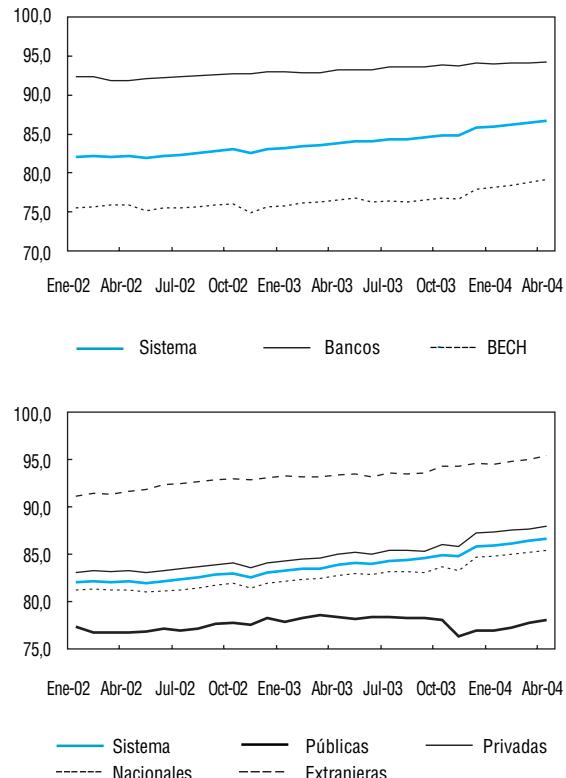
cartera de calidad baja de los BECH en junio de 2004 puede fortalecer esta tendencia de mejoramiento en la calidad de la cartera de los hogares.

2. Capacidad de pago de los hogares

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

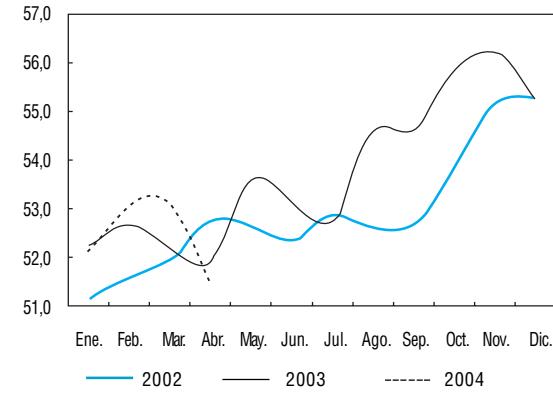
Desde agosto de 2003, la tasa de ocupación de 13 ciudades se había mantenido en los máximos históricos para cada mes desde que se inició la medición de la encuesta continua de hogares. En marzo de 2004, alcanzó el 53,1%, casi un punto por encima del nivel de ocupación registrado en el mismo mes del año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

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

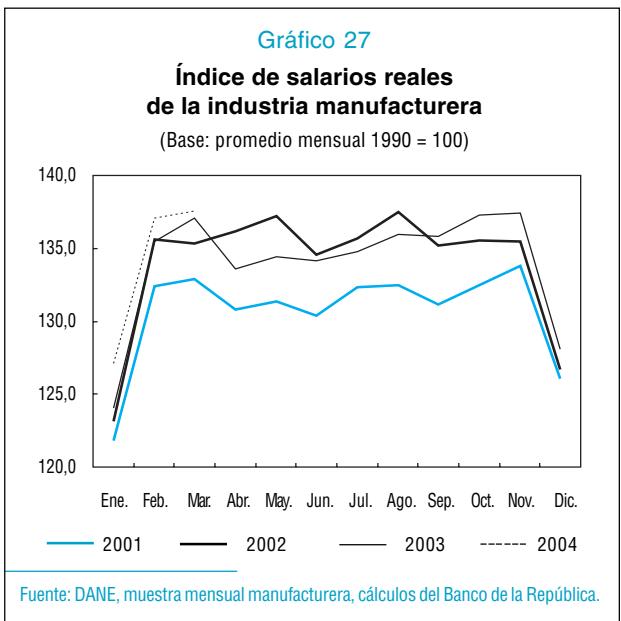
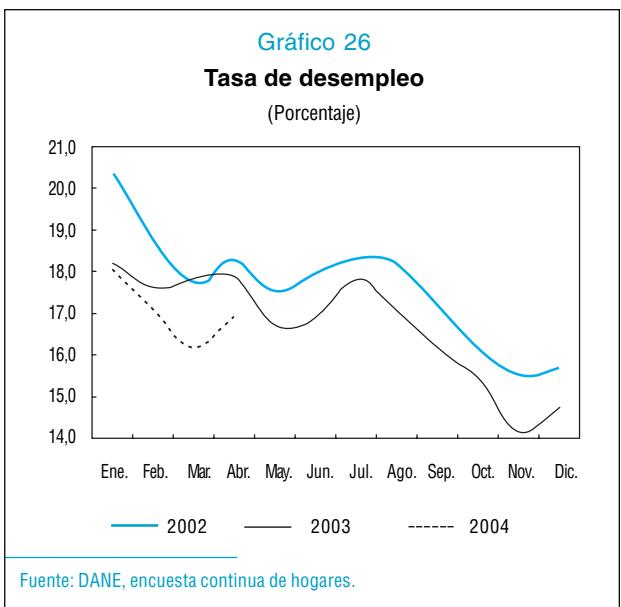


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Tasa de empleo
(Porcentaje)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares.



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

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

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

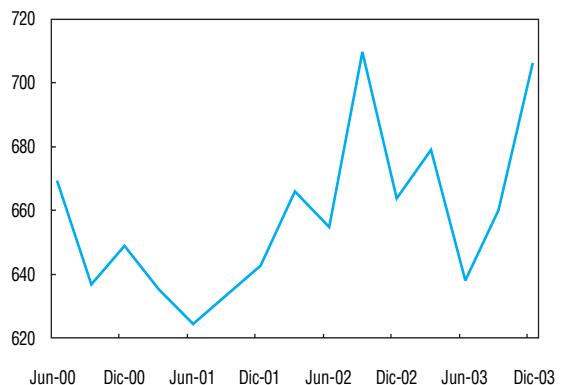
La tasa de desempleo ha mejorado consistentemente desde 2003 alcanzando 16,9% en abril de 2004, nivel 1% inferior al registrado en abril de 2003, una reducción equivalente a 80.000 desempleados menos. Es importante resaltar que la reducción en la tasa de desempleo mostrada a lo largo de 2004 se da aun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

Para completar el análisis so-

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

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

Gráfico 28
Ingreso laboral promedio
(Pesos de marzo de 2004)



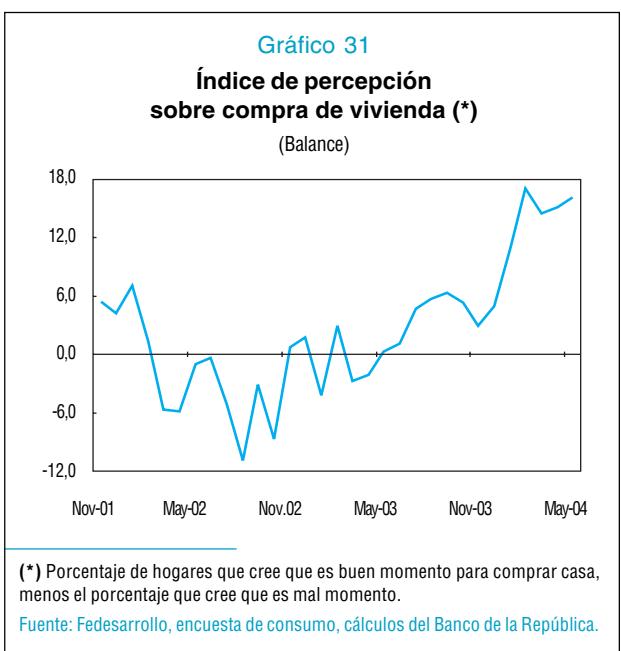
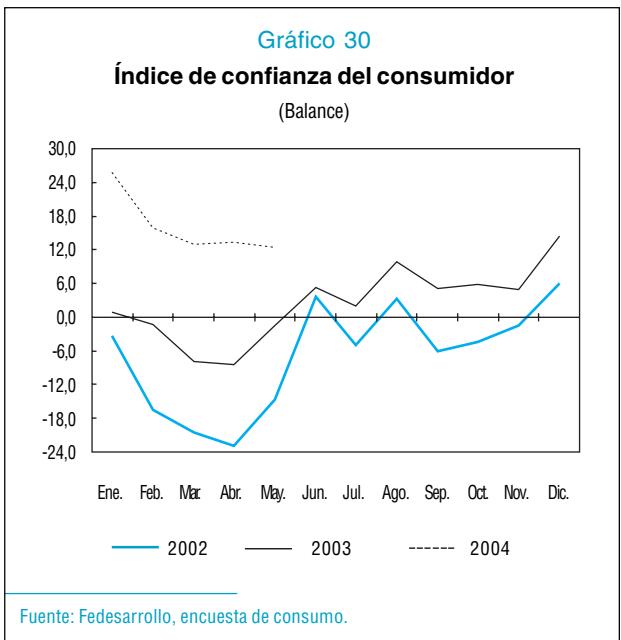
Fuente: DANE, encuesta continua de hogares, cálculos DNP.

Gráfico 29
Índice real de precios de vivienda
(Porcentaje)



Fuente: DNP.

²⁵ Véase Recuadro 2.



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

3. Perspectivas

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

Un comportamiento similar se observa en los casos particulares de compra de vivienda y compra de bienes durables. El indicador de percepción de compra de vivienda (porcentaje de encuestados que cree que es un buen momento para comprar vivienda, menos el porcentaje de encuestados que cree que es un mal momento), ha mostrado una tendencia ascendente clara, que

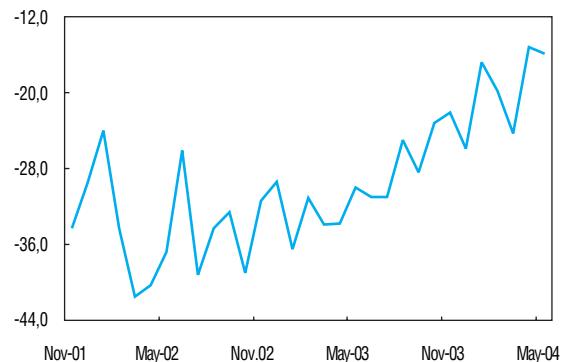
²⁶ Porcentaje de personas que piensa que la situación es buena menos el porcentaje de personas que cree que la situación es mala.

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

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

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

Gráfico 32
Índice sobre percepción de compra de bienes durables (*)
(Balance)



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

Fuente: Fedesarrollo, encuesta de consumo, cálculos del Banco de la República.

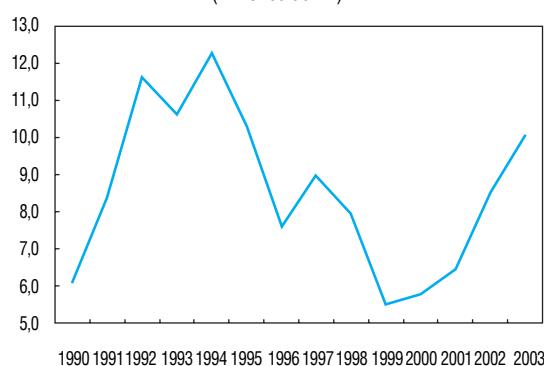
Gráfico 33
Crecimiento real de los desembolsos trimestrales para compra de vivienda nueva (*)
(Porcentaje)



(*) Crecimiento frente al mismo trimestre del año anterior.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

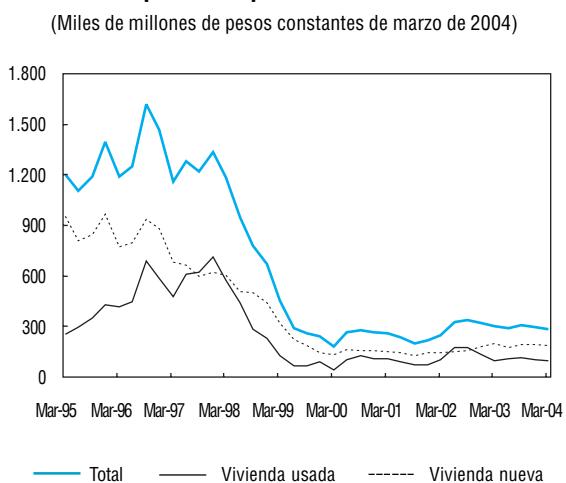
Gráfico 34
Área aprobada para vivienda, según licencias (*)



(*) 77 municipios.

Fuente: DANE.

Gráfico 35
Desembolsos trimestrales para compra de vivienda



Fuente: DANE.

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

La persistente baja de la cartera hipotecaria, no sólo en términos del stock sino también de los desembolsos para compra de vivienda, durante un período de alto crecimiento de la actividad edificadora, plantea interrogantes sobre las fuentes de financiación a las que están recurriendo los hogares. Estas tendencias confirman la hipótesis según la cual, los hogares

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

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

RECUADRO 2

BURBUJA EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

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

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

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

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



Fuente: DNP y Banco de la República.

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



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

Fuente: Bolsa de Colombia.

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

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

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

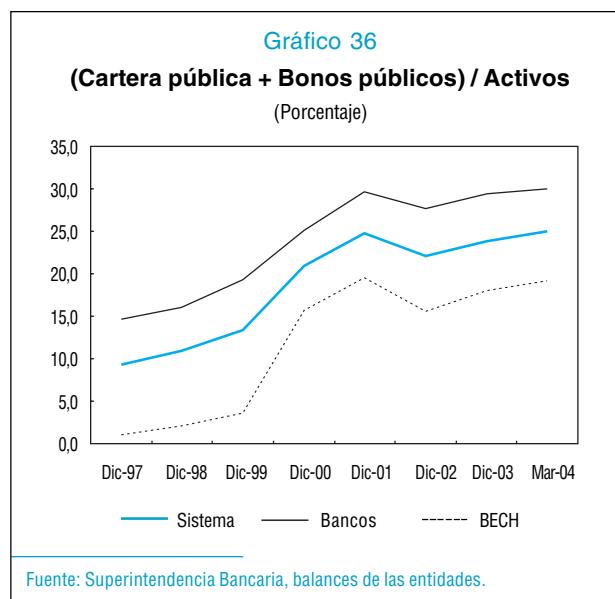
C. Sector público no financiero

1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública²⁸

a. Evolución de la exposición

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

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



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

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

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

b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

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

Los bancos comerciales, además de ser los más expuestos del sistema ante la deuda pública, son los que tienen la mayor participación en el total de la misma. Su participación en el total de la deuda pública con el sistema financiero nacional llegó al 77% en marzo de 2004. En la misma fecha, los BECH aumentaron marginalmente su participación en la deuda total al registrar 17,3%. Por último, el resto de entidades financieras aumentó levemente su participación al poseer el 5,7% del total de la deuda pública en marzo de 2004.

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

2. Deuda agregada del SPNF

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

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

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

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

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

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

1/ No incluye IFI.

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

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

Fuente: Banco de la República, SGEE.

3. Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC)

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

a. Deuda interna del GNC

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

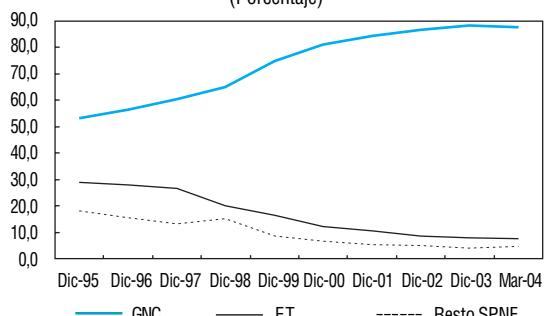
³³ En marzo de 2003 la deuda interna del GNC representaba el 87% del total de la interna, mientras que su externa lo hacía en el 85% de la deuda total externa del SPNF.

³⁴ El cálculo del crecimiento anualizado promedio de una variable X se realiza de la siguiente forma. Tomemos las realizaciones de la variable X en dos momentos del tiempo, por ejemplo, t y $t+k$. Si tenemos las realizaciones de la variable para todo período entre t y $t+k$, podemos comprobar que la siguiente ecuación se cumple: $\left[\frac{X_{t+k}}{X_t} \right] = (1+g_{t+1})(1+g_{t+2})\dots(1+g_{t+k})$, donde g_i es la tasa de crecimiento de X en el año i . Si se supone que la tasa de crecimiento para todos los años es la misma (\bar{g}), despejando de la ecuación anterior se obtiene: $\bar{g} = \left[\frac{X_{t+k}}{X_t} \right]^{(1/(k-1))}$, donde \bar{g} sería la tasa de crecimiento anual que la variable debería tener entre los años t y $t+k$ para que la realización de la variable pase de X_t a X_{t+k} entre los años mencionados. Por lo tanto, \bar{g} es el crecimiento anualizado promedio de X entre el período t y $t+k$.

Gráfico 37

**Evolución de la deuda interna bruta del GNC
Según prestatario, 1995-Marzo 2004**

(Porcentaje)

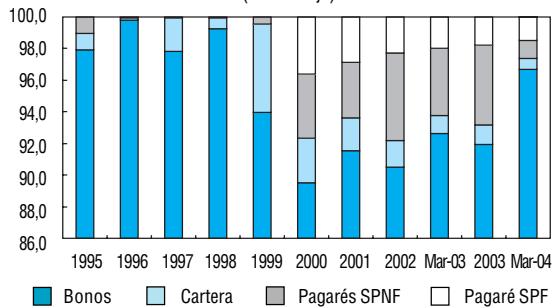


Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 38

**Evolución de la distribución
de la deuda interna bruta del GNC
Según instrumento, 1995-Marzo de 2004**

(Porcentaje)

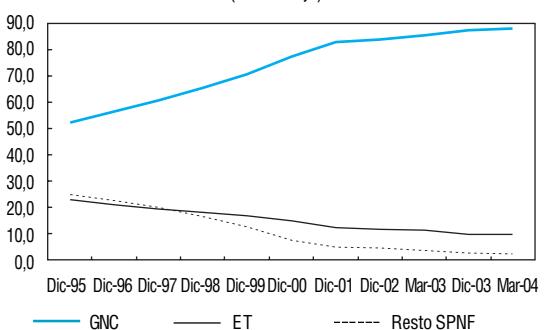


Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 39

**Evolución de la deuda externa bruta del SPNF
Según prestatario, 1995-Marzo de 2004**

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

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

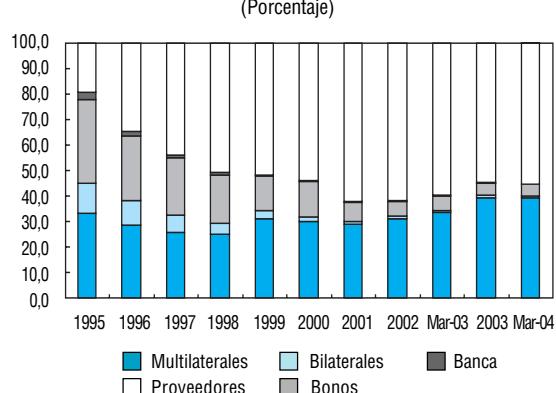
*b. Deuda externa del
Gobierno Nacional
Central*

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

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

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

Gráfico 40
Deuda externa de mediano y largo plazo del GNC
Según prestamista, 1995- Marzo de 2004



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Cuadro 12
Condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados

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

Fuente: Banco de la República, SGEE.

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

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

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

c. Relación deuda / ingresos del GNC

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

4. Deuda territorial

a. Endeudamiento y calidad³⁸

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

³⁶ Los ingresos totales de GNC incluyen ingresos corrientes y no corrientes. Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato correspondiente a ingresos de marzo de 2004 corresponde al dato anualizado. Para realizar este cálculo, se hace lo siguiente:

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

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

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

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

Cuadro 13
Capacidad de pagos del GNC

Año	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / Ingresos
	(Miles de millones de pesos)		
1995	11.559,8	9.599,9	120,4
1996	14.452,3	12.140,3	119,0
1997	21.778,2	15.237,5	142,9
1998	31.232,0	16.880,2	185,0
1999	45.487,2	20.164,6	225,6
2000	66.157,1	23.196,7	285,2
2001	84.412,5	28.941,8	291,7
2002	106.054,3	31.459,1	337,1
Mar-03	111.457,5	33.494,8	332,8
2003	119.683,5	35.798,3	334,3
Mar-04	118.860,5	35.805,1	332,0

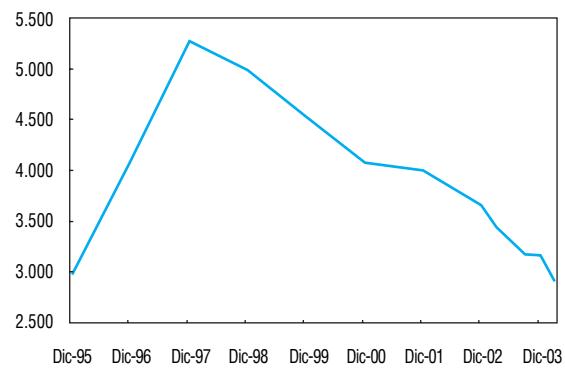
Fuente: Banco de la República, SGEE.

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

Los bancos comerciales siguen siendo los principales prestamistas de los entes territoriales, representando en marzo de 2004 el 86,1% del total de la deuda (Gráfico 42). El segundo lugar en participación lo ocupan las corporaciones financieras, al reducirlo marginalmente al 7,8% en el primer trimestre de 2004. Finalmente, la menor participación en la deuda la presentan los BECH, quienes la aumentaron levemente a 5,5% del total de la deuda territorial en manos del sistema financiero.

Gráfico 41
Deuda territorial con el sistema financiero

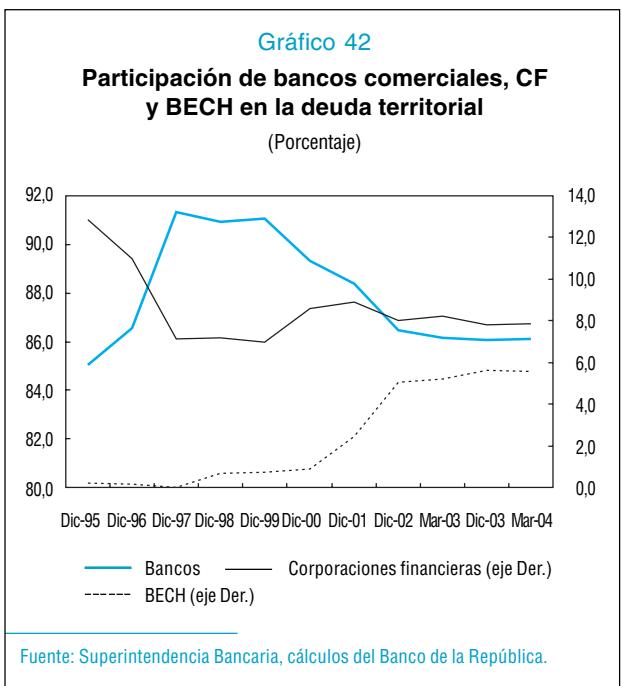
(Miles de millones de pesos de marzo de 2004)



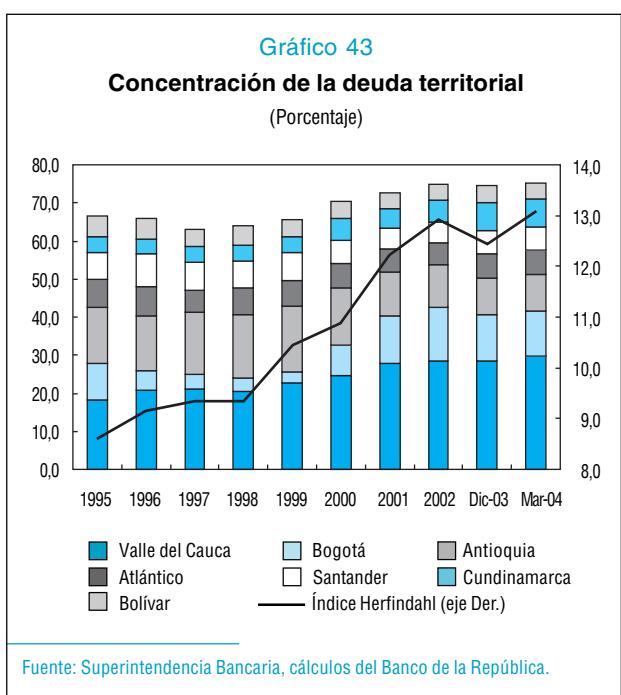
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

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

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



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



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

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

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

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

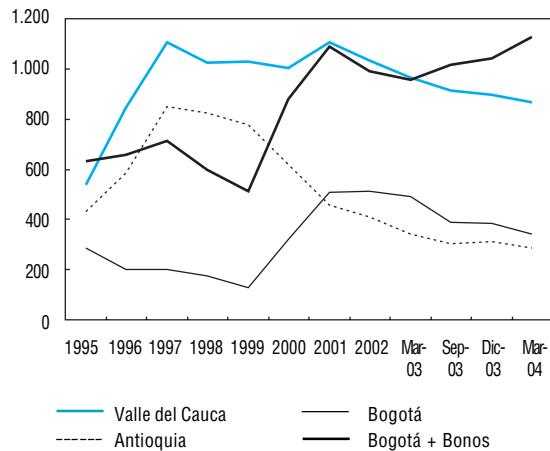
Las siete entidades territoriales más endeudadas con el sistema financiero mantuvieron prácticamente constante su participación en el endeudamiento total de los territorios, exhibiendo una participación en marzo de 2004 de 75,3% (Gráfico 43).

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

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

Gráfico 44
Evolución de la deuda territorial con el sistema financiero

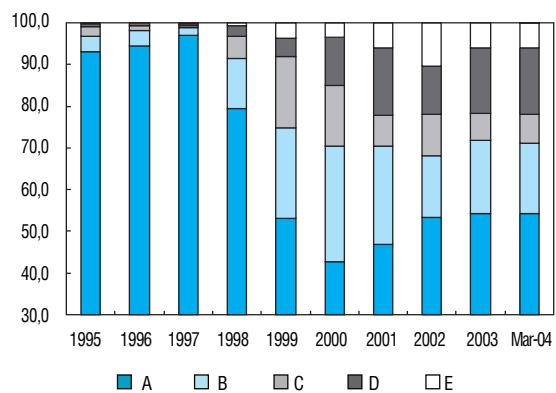
(Miles de millones de pesos de marzo de 2004)



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

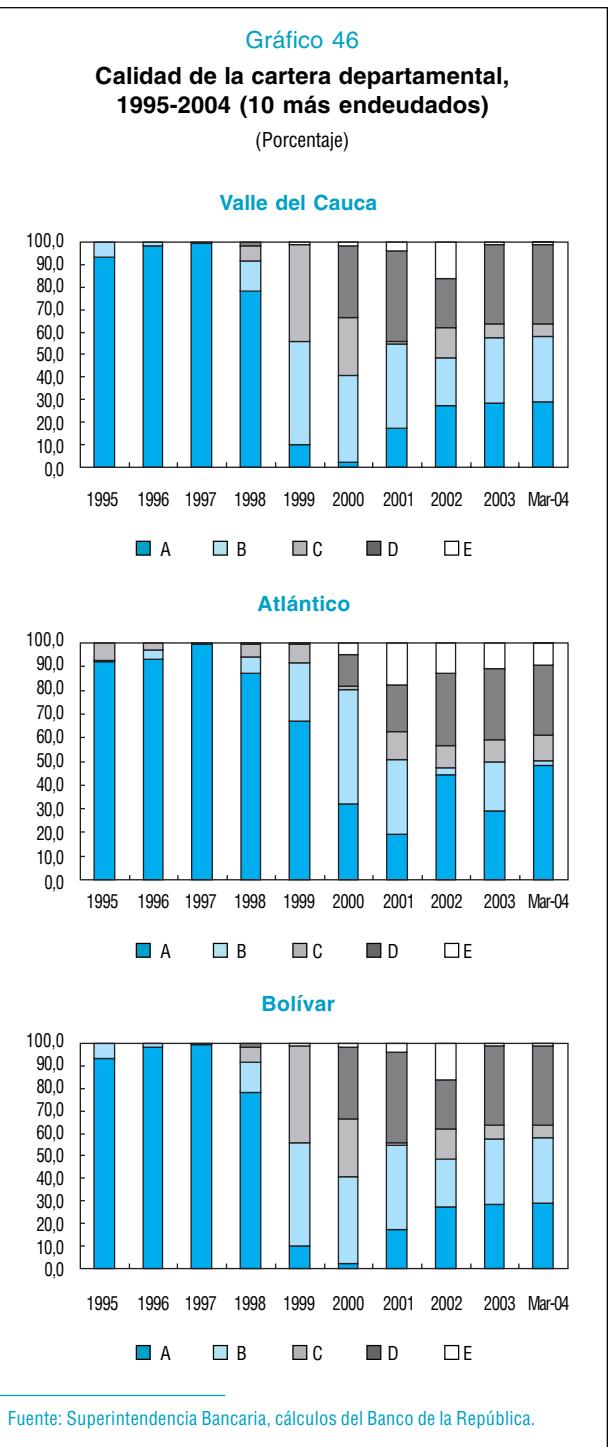
Gráfico 45
Calidad de la deuda territorial total

(Porcentaje)



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

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



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

IV. SISTEMA FINANCIERO

A. Establecimientos de crédito

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

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

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

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

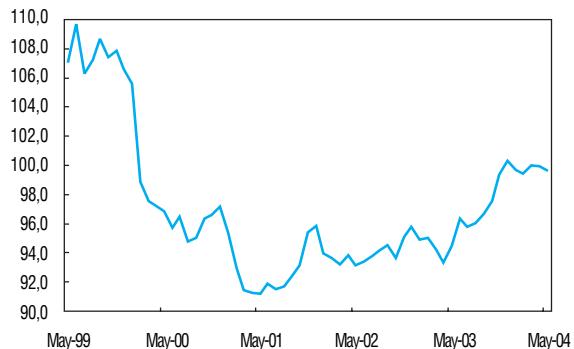
a. Posiciones activas

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

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

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

Gráfico 47
Activo de los establecimientos de crédito (*)
(Billones de pesos de marzo de 2004)



(*) No incluye IFI.

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

Gráfico 48
Cartera bruta total incluyendo titularizaciones (*)
(Billones de pesos de marzo de 2004)



(*) No incluye IFI.

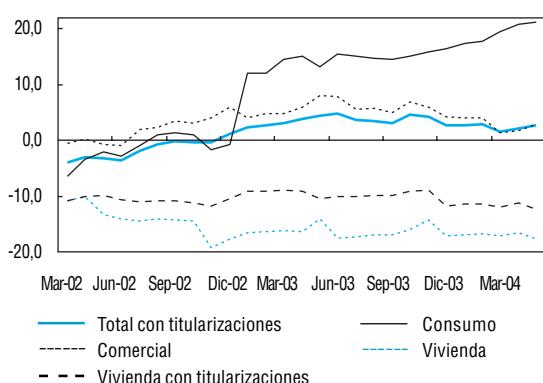
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

⁴⁶ Dada la liquidación del Instituto de Fomento Industrial (IFI) en junio de 2003, se excluyó esta entidad de los cálculos de los acervos de los establecimientos de crédito con el fin de hacer comparables las series a lo largo del tiempo, y evitar distorsiones en los cálculos de las variaciones anuales que involucren fechas anteriores a junio de 2003.

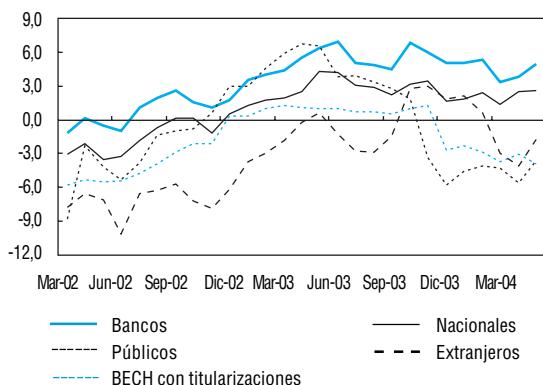
⁴⁷ La cartera de créditos considerada no incluye operaciones de *leasing*.

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

Por modalidad de crédito



Por tipo de entidad



(*) No incluye IFI.

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

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

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

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

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

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

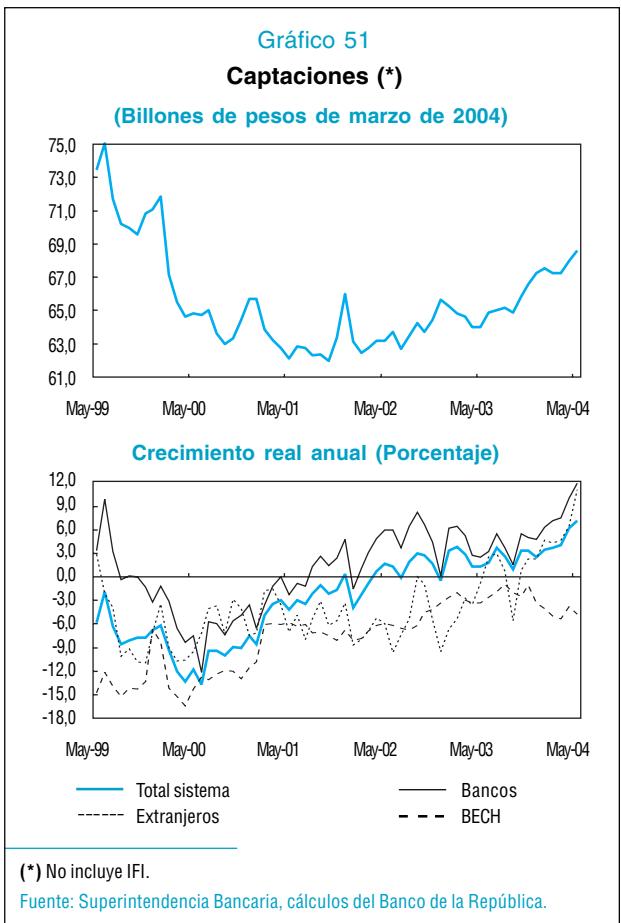
En lo que respecta al acervo de inversiones en manos de las entidades de crédito, se observa que este continuó con su senda ascendente de los últimos 18 meses, alcanzando un monto total de \$29,8 b en mayo de 2004. La tasa de crecimiento promedio de este tipo de posiciones ha sido del 14% real anual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

b. Posiciones pasivas

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



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

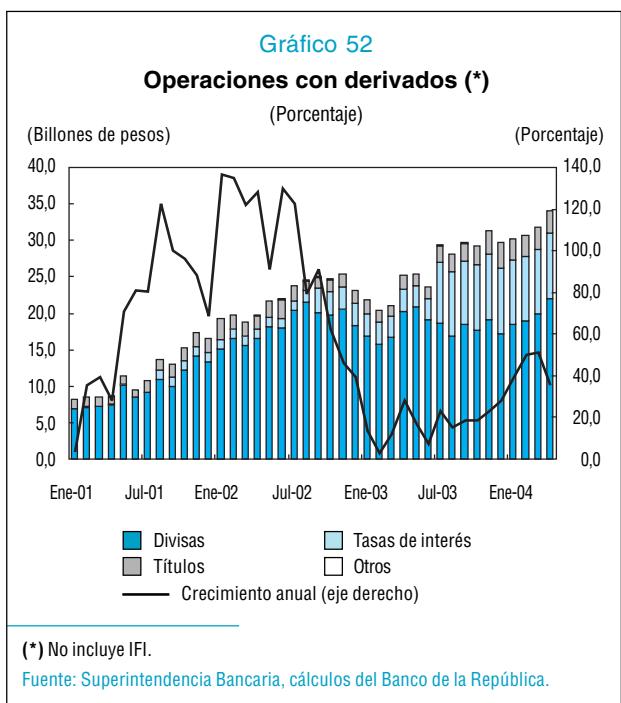


encuentran aumentando sus depósitos a una tasa del 12,0% y 11,1% real respectivamente, lo cual indica que la menor dinámica del crédito presentada sobre todo en marzo y abril de 2004 no estaría explicada por una insuficiencia de recursos prestables.

c. Derivados

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

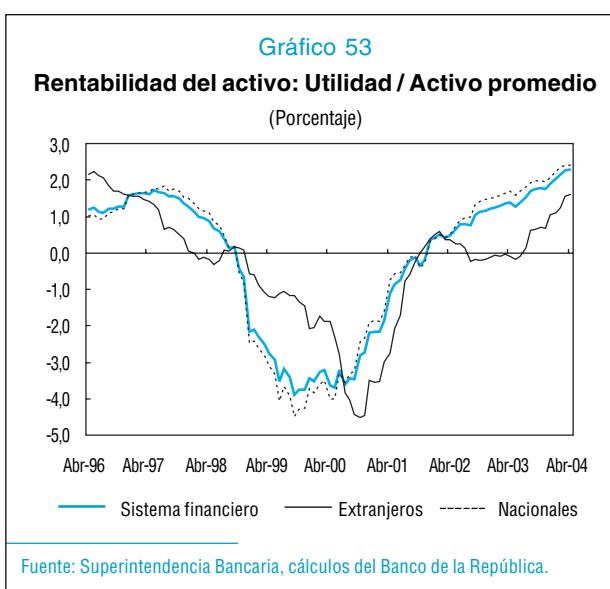
Al descomponer el monto total de derivados por tipo de subyacente, se puede constatar que el crecimiento de estos instrumentos se debe casi en su totalidad al aumento de las operaciones relacionadas con divisas. En efecto, entre diciembre de 2003 y abril de 2004, el monto de derivados relacionados con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



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

2. Rentabilidad

La rentabilidad del conjunto de entidades de crédito siguió su senda ascendente durante los primeros cuatro meses de 2004. El indicador tradicional, medido como la razón entre la utilidad anualizada y el activo promedio de los últimos 12 meses (ROA), alcanzó un nivel de 2,3% para la totalidad del sistema en abril de 2004, nivel incluso mayor que el registrado en 1995. Como se puede apreciar en el Gráfico 53, las entidades extranjeras continúan en niveles inferiores al promedio del sistema. Sin embargo, su recuperación en este aspecto ha sido importante, lo que ha permitido reducir la brecha con el promedio del sistema en casi 0,4% entre noviembre de 2003 y abril de 2004.



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

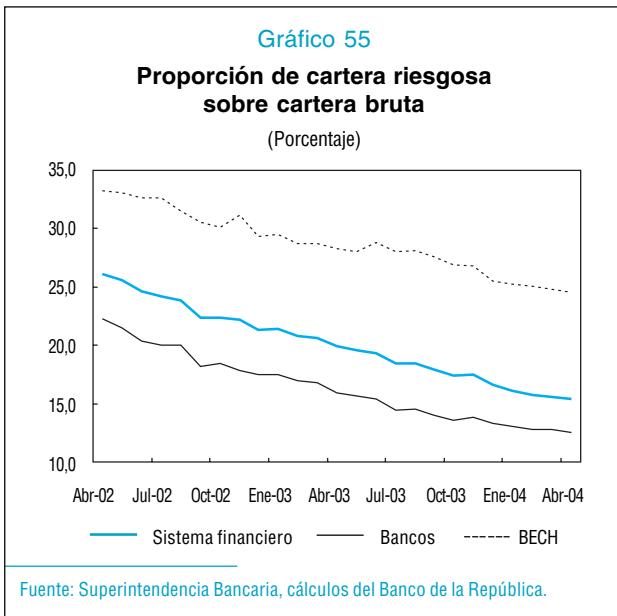
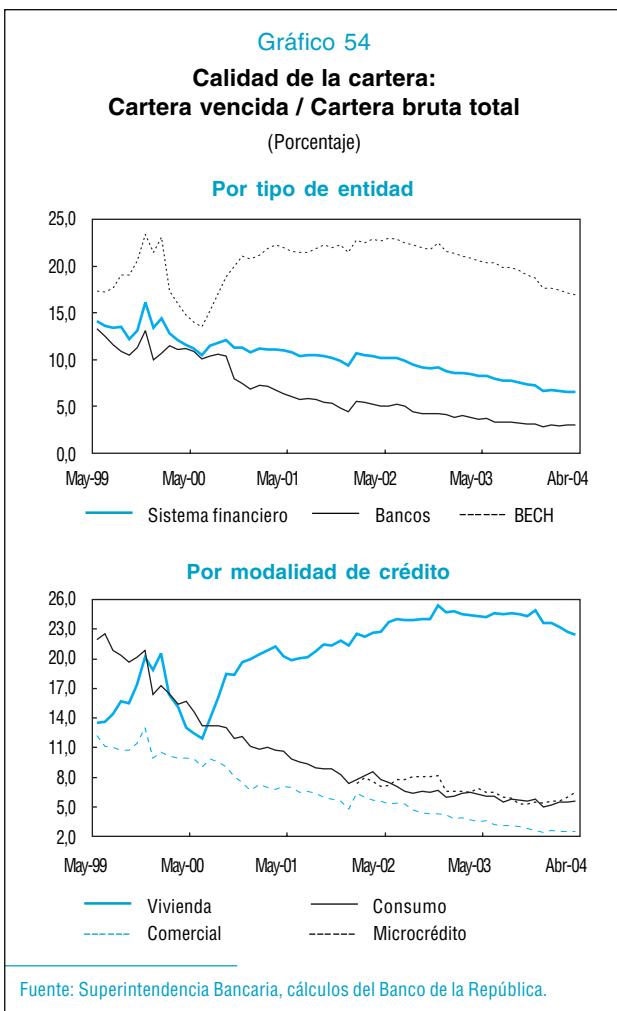
3. Exposición a riesgos

a. Riesgo de crédito

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

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

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



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

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

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

Hasta el momento no existe evidencia que relacione estas

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

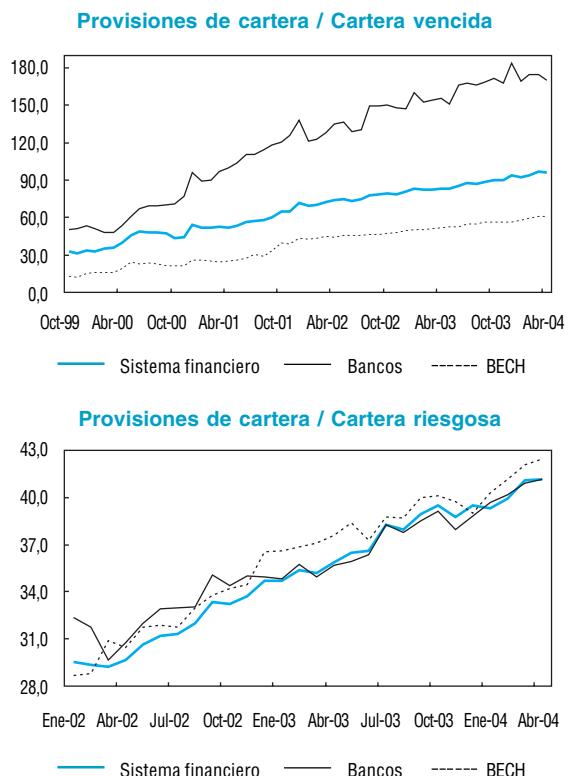
b. Riesgo de liquidez

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

c. Riesgo de mercado

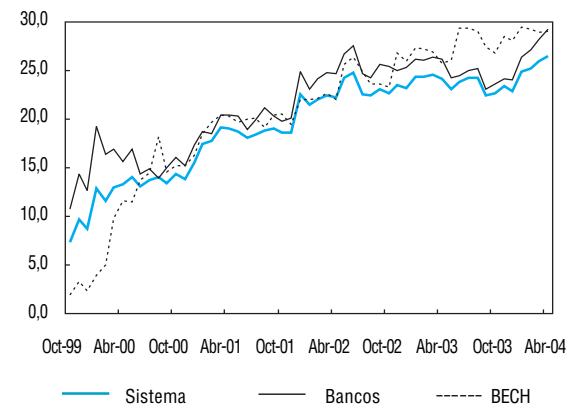
Las fluctuaciones en los precios (tasas de interés, tasas de cambio, precios de acciones, etc.) pueden afectar la valo-

Gráfico 56
Provisiones de cartera
(Porcentaje)

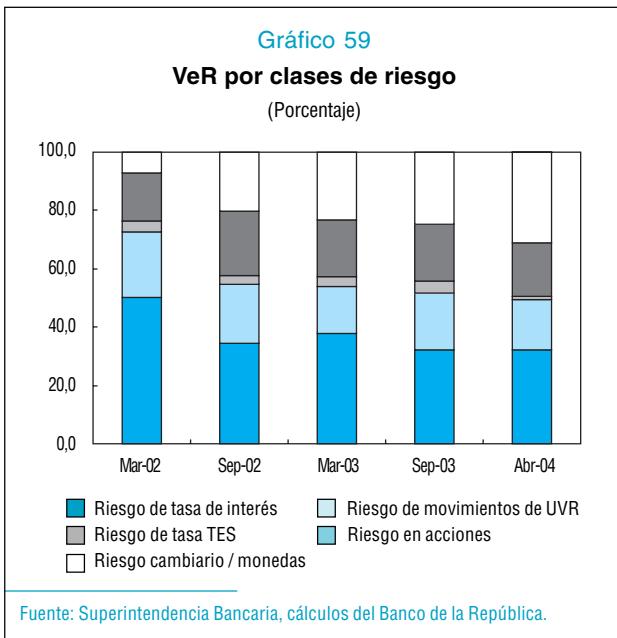


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

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



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



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

ración de aquellos activos vinculados con ellos. Es así como las variaciones en los diferentes precios financieros pueden llegar a afectar el valor de los componentes del balance del sistema financiero (riesgo de mercado).

La relación entre el valor en riesgo(VER)⁵¹ por riesgo de mercado y el total de activos ponderados por riesgo (Gráfico 58), es un reflejo de qué tan expuesta se halla la actividad de las entidades al riesgo de mercado con respecto a su actividad crediticia. Es posible observar que el VER ha alcanzado valores que oscilan alrededor del 11,7% de los activos ponderados por riesgo (APR) desde febrero de 2004, cifra superior al 10,0% que exhibía esta relación desde junio de 2003, pero similar a la que se observó en el año 2002.

El aumento reseñado se explica, en parte, por una mayor adquisición de títulos de deuda pública por parte de los establecimientos de crédito, lo que incrementó su exposición al riesgo de mercado.

⁵¹ Con el fin de tener una medida de la exposición del sector al riesgo de mercado, la Superintendencia Bancaria implementó una medida de VER del portafolio total de las entidades de crédito desde enero de 2002, que cuantifica las potenciales pérdidas por fluctuaciones en las tasas y precios de las diferentes posiciones en manos de las entidades de crédito. Esta medida sirve como base de la exigencia de capital por riesgos de mercado.

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

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

RECUADRO 3

LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

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

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

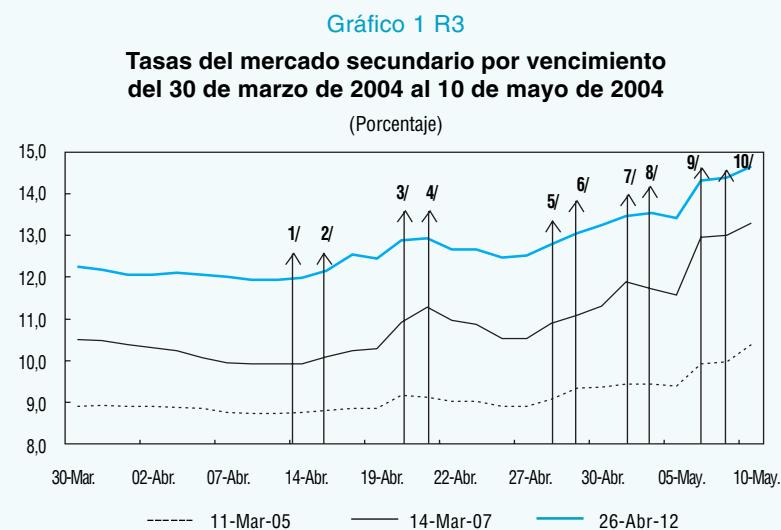
En la primera parte del año, el buen desempeño económico, las mejoras moderadas en el campo fiscal y la tendencia decreciente de la inflación, impulsaron valorizaciones importantes en el mercado. No obstante, a pesar de que estas condiciones no se revirtieron, el mercado de los TES tuvo un importante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

¹ Datos a abril de 2004.

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

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

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



1/14-abril: inflación marzo 0,5% (dato esperado 0,3%).

2/15-abril: rumor de aumento de 25 pb en el Fed.

3/20-abril: Greenspan indica que el sector financiero está en capacidad de enfrentar un alza en las tasas de interés.

4/21-abril: Greenspan anuncia que las tasas deberán subir en algún momento.

5/28-abril: subasta TES largo plazo. Tasas corte aumentan en promedio 102.

6/29-abril: deflactor de precios creció 2,5%. (Barómetro de la inflación - Fed).

7/3-mayo: Fitch anuncia mejora en el outlook en la perspectiva de la deuda soberana colombiana.

8/4-mayo: conferencia telefónica del MHCP da parte de tranquilidad y Fed no modifica sus tasas.

9/6-mayo: disminución en las solicitudes de empleo en los EEUU, mayor que la esperada por el mercado.

10/7-mayo: mayor aumento de tasas en los títulos del Tesoro americano (6,6%).

Fuente: Banco de la República.

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

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

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

Cuadro 1 R3
Pérdidas por valoración de TES B,
entre el 31 de marzo y el 30 de abril

(Millones de pesos)

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

Fuente: Banco de la República.

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

⁴ Fuente: Depósito Central de Valores (DCV).

Cuadro 2 R3
Saldos de los TES B valorados a precios de mercado (*)
(Millones de pesos)

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

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

Fuente: Banco de la República.

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

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

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

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

Cuadro 3 R3
Duraciones ponderadas por portafolio
(Años)

	En pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 31 de mayo de 2004				
Sector financiero	2,10	3,24	3,25	2,53
Bancos comerciales	2,11	3,23	3,27	2,54
Compañías de financiamiento comercial	1,65	3,35	1,64	2,81
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	2,41			2,41
Corporaciones financieras	1,93	3,38	2,50	2,31
Resto de la economía	1,98	3,57	3,97	2,87
Total	2,01	3,52	3,81	2,79
Saldos a 9 de septiembre de 2003				
Sector financiero	2,00	3,90	3,80	2,70
Bancos comerciales	2,00	4,00	3,80	2,70
Compañías de financiamiento comercial	2,00	4,30	3,00	2,30
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	0,90			0,90
Corporaciones financieras	2,00	3,60	3,20	2,40
Resto de la economía	1,80	3,90	4,10	2,90
Total	1,80	3,90	4,00	2,90

Fuente: Banco de la República.

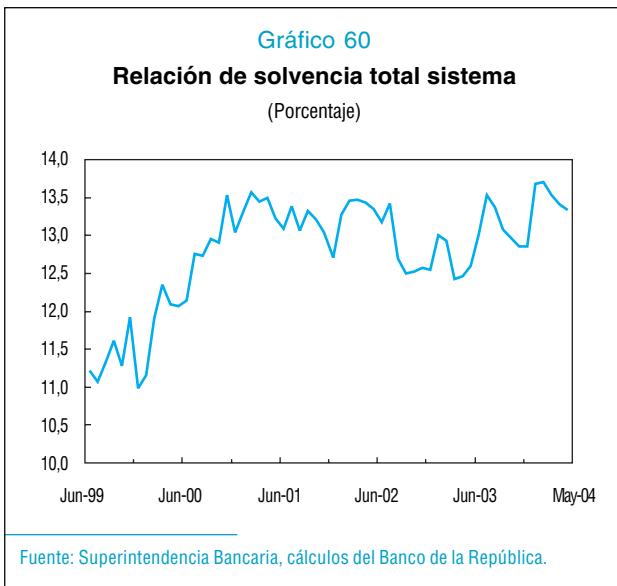
los títulos en UVR bajó más en el sector financiero que en el resto de la economía, 0,55 y 0,13 pp, respectivamente.

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

d. Solidez patrimonial

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

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



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

RECUADRO 4

EL MERCADO HIPOTECARIO SECUNDARIO

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

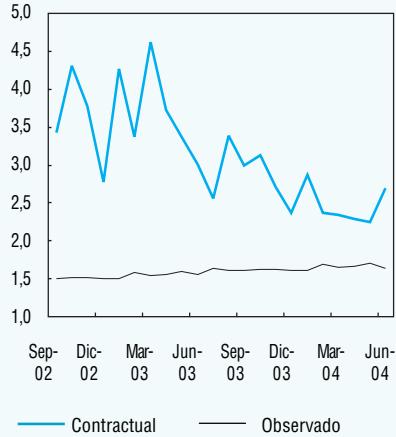
Sin embargo, se resalta que la evolución de los prepagos se ha desacelerado, acercándose a los valores contractuales esperados por la Titularizadora Colombiana. Como se evidencia en los gráficos 1 R4 y 2 R4, lo anterior se cumple tanto para la cartera de la primera emisión (TIP A E1 2007), como para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

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

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

Gráfico 1 R4

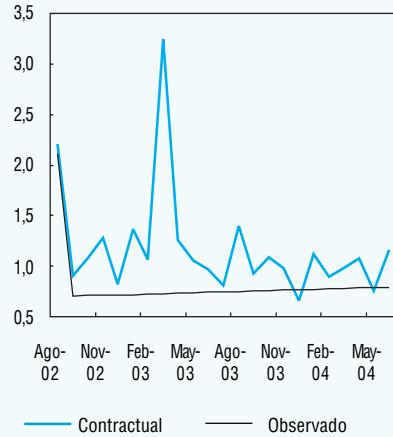
Prepagos TIP a emisión 1, 2007
(Porcentaje)



Fuente: Titularizadora.

Gráfico 2 R4

Prepagos VIS a emisión 1, 2017
(Porcentaje)



Fuente: Titularizadora.

Gráfico 3 R4

Morosidad Pool emisión 1
(Porcentaje)

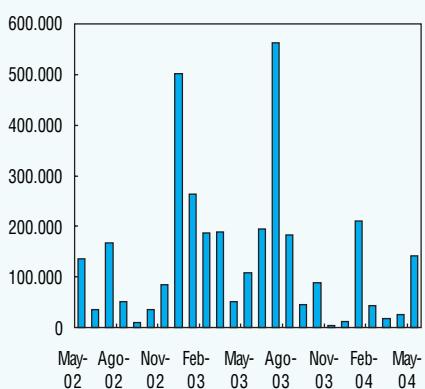


Fuente: Titularizadora.

Gráfico 4 R4

**Volumen mensual de negociación
de TIP en el MEC**
Mayo 2 de 2002-Mayo 30 de 2004

(Millones de pesos)



Fuente: Titularizadora.

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

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

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

B. Administradores de fondos de pensiones

1. Crecimiento del portafolio

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



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

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

2. Composición del portafolio de las AFP

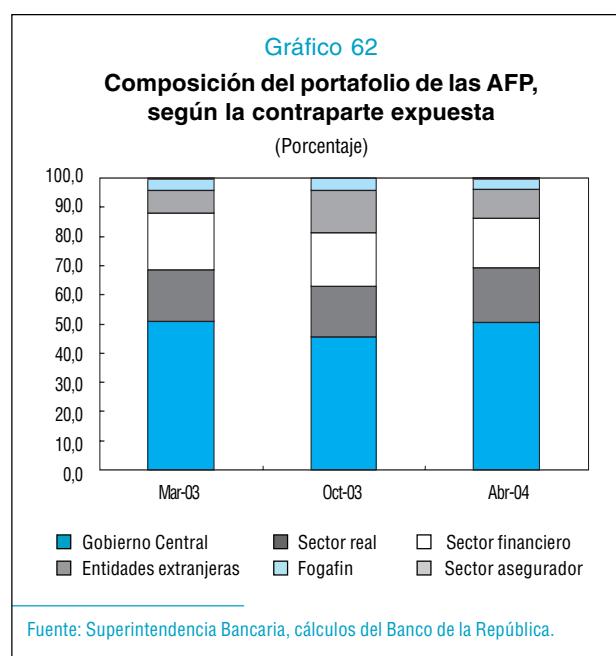
a. Clasificación por clase de activo y contraparte

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

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

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

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

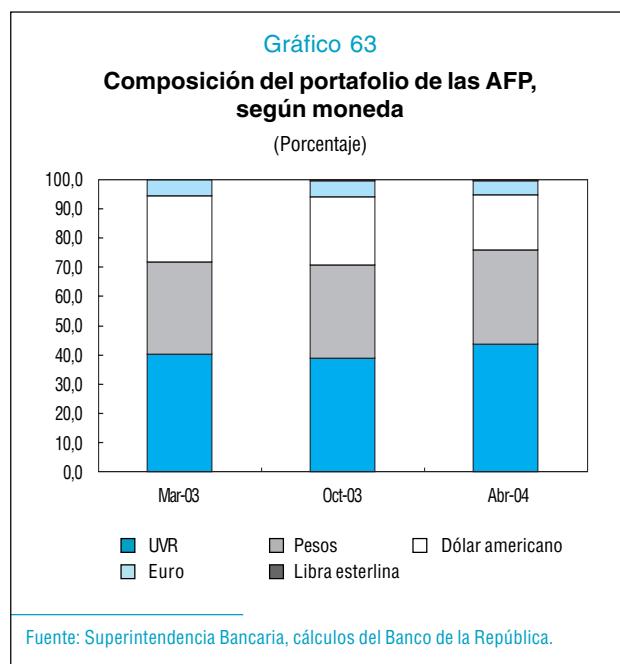


ser sus compradores naturales por la alta duración de sus pasivos. Este hecho se debe a que aún persisten problemas regulatorios en el manejo de los TIP, ya que los incentivos tributarios otorgados a los TIP no son atractivos para las AFP y, además, existen fallas en la valoración de estos títulos para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

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

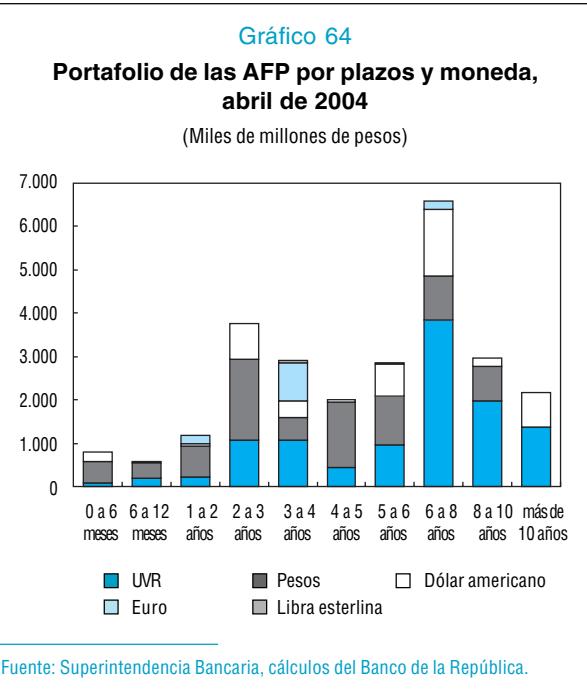
b. Descomposición por plazos y moneda

Al descomponer el portafolio de las AFP por tipo de moneda, se observa que la exposición frente al dólar americano y al euro ha disminuido levemente con respecto a octubre del año pasado (Gráfico 63). Esto se explica por la recomposición observada en el interior del portafolio de deuda pública en favor de la deuda interna, y por la reducción en la participación de las inversiones en entidades del exterior, sin que esto haya implicado un cambio en el orden de importancia de las exposiciones de moneda. A pesar del leve aumento en la exposición del portafolio frente a la unidad de valor real (UVR) o inflación, continúa siendo necesario resaltar que la exposición frente a estas inversiones es moderada, al considerar la indexación de los pasivos de las AFP a la inflación. Por tal razón, aún existe potencial de crecimiento para los instrumentos financieros denominados en UVR o inflación. Adicionalmente, la principal moneda extranjera, ante cuyos movimientos continúa estando expuesto el portafolio, es el dólar americano.



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

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



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

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

C. Conclusiones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I

*TEMAS SOBRE
ESTABILIDAD
FINANCIERA*

OFERTA DE OPCIONES EUROPEAS *CAP* PARA LA TASA DE INTERÉS REAL POR PARTE DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA (FRECH)

Por: Diego Vásquez
Camilo Zea*

Este documento presenta una descripción resumida de la propuesta técnica hecha por el Banco de la República al Gobierno Nacional¹, para la reglamentación del mecanismo de cobertura contra riesgo de tasa de interés real de los bancos hipotecarios colombianos. El mecanismo se fundamenta en la oferta de opciones europeas *cap* de tasa de interés DTF real, por parte del FRECH.

A partir de este tipo de cobertura, la primera en el país denominada en tasa de interés DTF² real y a plazos largos, se pue-

de cubrir un riesgo importante de descalce de tasas activas y pasivas de los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) que la compren. En ese sentido, los contratos de cobertura entre el Estado y los BECH resuelven un problema potencialmente desestabilizador del sistema financiero, mediante derivados que el mercado colombiano no ofrece en la actualidad.

En la primera parte del artículo, se exponen los antecedentes que motivaron la creación del FRECH. En la segunda se

* Grupo de Econometría y Departamento de Estabilidad Financiera, respectivamente, del Banco de la República. Se agradecen los comentarios de Britt Gwinner, del Banco Mundial, y Javier Suárez, de Davivienda. Las opiniones de los autores no representan las del Banco de la República o de su Junta Directiva. Los errores son nuestros.

¹ Los detalles y principales ideas de esta propuesta al Gobierno Nacional se presentan en los documentos elaborados por Vásquez (2003) y Vásquez y Zea (2003a, 2003b y 2004) en el Banco de la República.

² Tasa de interés que los bancos comerciales reconocen por depósitos a 90 días, calculada semanalmente por el Banco de la República, a partir del promedio ponderado de operaciones registradas por los intermediarios.

explica el tipo de cobertura que se ofreció al inicio del Fondo, señalando sus ventajas y desventajas. Por último, en la sección III se señala el nuevo esquema de cobertura que ofrece el FRECH, ilustrando además, las mejoras con respecto al sistema anterior.

I. ANTECEDENTES

FRECH fue creado por la Ley 546 de 1999 como un mecanismo que permita a los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) cubrir el riesgo de tasa de interés real implícito en sus balances, durante el proceso de transformación de su esquema de fondeo de hipotecas basado en depósitos, a otro fundamentado en el mercado de capitales de largo plazo.

La reciente coyuntura de bajas tasas de interés reales ha desincentivado la entrada de los BECH al FRECH, dado que en tales circunstancias el fondeo basado en depósitos resulta relativamente barato, y teniendo en cuenta además que la regulación actual permite algún nivel de descalce en los estados financieros de los bancos. Adicionalmente, la cobertura ofrecida por el FRECH hasta ahora, bajo un sistema tipo *swap*³ entre bandas (que se ilustra más adelante), presenta según los BECH, tres desventajas: 1) es inflexible, debido a que no le permite a cada usuario escoger un plazo y nivel de cobertura particular; 2) no incorpora el nivel actual

de la tasa de interés en el precio del *swap*, y 3) muestra una asimetría en contra de los BECH, debido a que los contratos ofrecidos por el FRECH contienen una cláusula de obligación limitada que le imponen un tope a la cobertura, en tanto que la regla de aportes al Fondo por parte de los bancos no tiene límite.

Algunos analistas y participantes del mercado sugirieron un cambio en el instrumento de cobertura ofrecido hasta mediados de 2004 por el Fondo (el *swap*), con el objeto de hacerlo más flexible y acorde con las necesidades de cobertura de cada BECH. Teniendo en cuenta estas inquietudes surgió la idea de diseñar el mecanismo a partir del mencionado sistema de opciones europeas tipo *cap*, el cual se constituye como una alternativa superior al del *swap* entre bandas, debido a que permite corregir sus principales deficiencias. Es importante señalar que en el desarrollo de esta nueva propuesta se contó con la activa participación y aporte de los bancos hipotecarios.

II. JUSTIFICACIÓN Y OPERATIVIDAD DEL FRECH

A continuación se describe, en primer lugar, la naturaleza del problema que origina el descalce de tasas de interés que enfrentan los BECH, y en segundo lugar, la metodología del instrumento inicial de cobertura ofrecido por el FRECH con es-

³ Un *swap* es un contrato financiero de permuta, en el cual dos partes aceptan intercambiar los flujos de rendimiento que generan un mismo activo en dos denominaciones diferentes.

pecial énfasis en las ventajas y desventajas que registra.

A. Naturaleza del descalce de tasas activas y pasivas de los BECH

Los BECH cuentan con pasivos denominados en DTF (tasa de interés nominal variable) con un plazo corto de vencimiento, y activos denominados en UVR más unos puntos fijos (tasa de inflación variable y tasa de interés real fija) con un plazo al vencimiento mayor. Por esa razón, estos intermediarios incurren en un riesgo significativo de tasa de interés real, conocido igualmente como “descalce de tasas activas y pasivas”.

La solución de largo plazo a este problema de los BECH implica un cambio en la política de fondeo basada en depósitos de corto plazo por otra fundamentada en el mercado de capitales de largo plazo. En este sentido, se requiere que los bancos hipotecarios abandonen su estrategia de transformación de plazos, para constituirse en asignadores de riesgo. Teniendo en cuenta que el proceso de transición y sus resultados pueden tardar varios años⁴, resulta de gran ayuda para los BECH contar con un instrumento financiero que les

permita cubrir el riesgo de tasa de interés durante este período de transformación.

Con este propósito y siguiendo los lineamientos de la Ley 546, el Gobierno Nacional, a través de la Dirección de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, diseñó y estructuró un primer mecanismo de cobertura transitorio contra incrementos súbitos de tasa de interés real para los BECH, mediante contratos de cuatro años de duración prorrogables por dos períodos adicionales iguales⁵. Para dicho propósito, la Nación dispuso unos recursos iniciales que hoy se acercan a los \$370 mil millones⁶.

B. Operación del primer mecanismo de cobertura ofrecido por FRECH

El diseño del primer mecanismo de cobertura ofrecido por el FRECH, establece aportes por parte de los BECH y el Fondo dependiendo de la evolución de la tasa de interés real. Para determinar la cuantía de los aportes de los BECH y obligaciones anuales del FRECH con los BECH, el Decreto 1163 de 2001 determinó un umbral correspondiente a una franja de

⁴ Vale aclarar, igualmente, que el mercado de derivados colombiano no cuenta con este tipo de instrumentos de cobertura.

⁵ Para una descripción detallada del mecanismo de cobertura ofrecido inicialmente por el FRECH, véase Vásquez (2003).

⁶ Los fondos se componen, así: \$150 mil millones de las utilidades del Banco de la República en 1999, el total del recaudo de un impuesto del 50% de la remuneración al encaje del sistema financiero entre 1999 y 2001, y los rendimientos del portafolio compuesto por estos recursos. El portafolio está constituido por TES de tasa fija y en UVR.

tasa de interés real, en dos niveles: 1) el primer nivel compuesto por el equivalente mensual de una tasa efectiva anual de 4,9% como límite inferior y 7,5% como límite superior, respectivamente, aplicable a un volumen máximo de 40% de la cartera hipotecaria de cada entidad registrada en diciembre de 2000, y 2) el segundo nivel compuesto por el equivalente mensual de una tasa efectiva anual de 5,9% como límite inferior y 7,5% como límite superior, respectivamente, para el 60% restante de dicha cartera.

De esta forma, si al final de cada año de contrato de cobertura el equivalente mensual de la tasa de interés real de referencia, construida a partir de la DTF promedio mensual acumulada y la variación anual de la UVR⁷, fuera superior al límite máximo de la respectiva franja, el FRECH tendría una obligación con los BECH. Por el contrario, si el equivalente mensual de la tasa de interés real de referencia fuera inferior al límite mínimo de la respectiva franja, los BECH tendrían que hacer aportes al FRECH⁸.

El diseño y operatividad del mecanismo de cobertura descrito, establecía como requerimiento metodológico fundamental la estimación del parámetro desconocido de tasa de interés real promedio de largo plazo de la economía, el cual constituía la base principal para el cálculo de los límites de la franja y los momentos de los aportes de cada parte. Con el fin de probar la robustez de la estimación de dicho parámetro, se contrastaron los resultados obtenidos a partir de dos metodologías diferentes, encontrándolos similares⁹. Sin embargo, la tasa estimada, cercana al 6,8%, era sustancialmente mayor que el promedio aritmético de la DTF real observada en los últimos meses de esa época (en un nivel cercano al 2%). Esto suscitó discrepancias entre las partes involucradas en la operación del FRECH, principalmente respecto al costo de la cobertura.

C. Desventajas del *swap* entre bandas ofrecido por el FRECH

Por dificultades de información, en el momento de la reglamentación del FRECH

⁷ Específicamente, esta tasa se define de la siguiente forma: $r_t = \frac{1+i_t}{1+VUVR_t} - 1$ donde r es la tasa de interés real de referencia, i corresponde al promedio geométrico anual de la DTF y $VUVR$ es la variación anual de la UVR:

$$i_t = [(1 + \frac{DTF_{T-11}}{100})^{1/12} * (1 + \frac{DTF_{T-10}}{100})^{1/12} * ... * (1 + \frac{DTF_T}{100})^{1/12}]^{1/12} - 1$$

$$VUVR_T = \frac{UVR_T - UVR_{T-12}}{UVR_{T-12}}$$

donde el subíndice T indica la fecha de corte del mecanismo.

⁸ No obstante, a pesar de que al final de cada año se calcularía la posición neta de la entidad participante, durante cada mes se contabilizarían, de acuerdo con la Circular 056 de 2001 de la Superintendencia Bancaria, los derechos u obligaciones derivados del contrato de permuto por concepto del diferencial de tasas en el P y G de la entidad. Este cálculo se realizaría según la metodología indicada en el artículo tercero del Decreto 1163 de 2001.

⁹ Modelación ARIMA con intervención y modelo de movimiento browniano estimado por medio del método momentos simulados. Este último descrito en el apéndice metodológico del documento.

se desconocía el monto de cartera que podía inscribirse en el mecanismo de acuerdo con la ley, dado que no existía certeza sobre la evolución de los créditos vigentes a diciembre de 2000. Sin embargo, el reciente desarrollo del SARC por parte de la Superintendencia Bancaria permite determinar el valor de la cartera que sería elegible para efectos de los contratos de cobertura.

De otro lado, la estructura de la cobertura ofrecida mediante el *swap* generaba posibles asimetrías en los pagos, ante la eventual extinción de recursos en el caso de un movimiento brusco de la DTF real, en razón a la cláusula de obligación limitada implícita en los contratos ofrecidos por el Fondo.

Finalmente, debido a la homogeneidad de los BECH al crearse el Fondo en 1999, el *swap* fue diseñado como un instrumento estándar para todos los demandantes. Sin embargo, los BECH tienen hoy diferencias marcadas y necesidades de cobertura distintas.

En la siguiente sección se presenta la metodología de valoración de un mecanismo de cobertura alternativo al del *swap* entre bandas, superior en flexibilidad y versatilidad para los BECH. Así mismo, el

nuevo esquema permite valorar la asimetría generada en la posibilidad de que el Fondo se quede sin recursos, de tal forma que se pueda descontar ese efecto en la valoración del instrumento derivado.

III. OPCIONES EUROPEAS CAP PARA LA TASA DE INTERÉS REAL

La opción *cap* planteada está definida como un umbral para la tasa de interés DTF real por encima del cual el FRECH le pagaría a los BECH la diferencia, calculada sobre un monto nocional que suponemos de hasta \$4 billones¹⁰. De esta forma, si la DTF real supera el nivel del *cap* durante la vigencia del contrato, el FRECH reconoce la diferencia entre la tasa observada y el *cap*, liquidada sobre el nocional acordado¹¹.

Para valorar un determinado *cap*, es preciso: 1) estimar un modelo para la tasa de interés real, y 2) realizar experimentos de Monte Carlo usando el modelo estimado, para simular trayectorias del mecanismo de cobertura que permitan su valoración a diferentes plazos¹² a partir de cálculos en valor presente del monto promedio de cobertura que se hubiere generado en los escenarios planteados

¹⁰ Este monto equivale aproximadamente al 40% de la cartera hipotecaria vigente en la actualidad, que los BECH registraron en sus balances al 31 de diciembre de 2000.

¹¹ Esto es, si la tasa de interés real observada es superior al *cap*, se calcula la cobertura como el producto entre el monto nocional contratado y la diferencia multiplicativa entre el equivalente mensual de la tasa observada y el equivalente mensual del *cap*.

¹² Los plazos considerados son de 24, 36 y 48 meses. Teniendo en cuenta que la duración promedio de la cartera del sistema no supera los cuatro años, la cobertura de un plazo mayor carece de sentido. De otro lado, la cobertura de plazos inferiores a 24 meses se puede conseguir en el mercado.

(equivalentes al número de repeticiones del Monte Carlo). Para tal efecto, se toma como punto de partida de cada simulación la tasa de interés real corriente, lo cual implica que en cada momento del tiempo el valor de un nuevo *cap* varía frente a los anteriormente ofrecidos. Es importante anotar que para efectos de la valoración de los *cap* no se tendrá en cuenta la prima administrativa que se cobra usualmente en este tipo de operaciones.

Como se dijo anteriormente, con el fin de ajustar el valor de los *caps* para tener en cuenta la asimetría implícita en el mecanismo, se diseñó una prima de descuento aplicable a cada *cap* para ajustar su valor por la cláusula de obligación limitada. Dado que los ejercicios de Monte Carlo permiten construir una distribución de probabilidad para el valor promedio de cada *cap*, se puede calcular la probabilidad asociada al evento de que el valor de la cobertura supere los recursos iniciales, adicionados en el valor medio del *cap*. Establecida esa probabilidad, se calcula el déficit promedio que se daría en tales escenarios extremos, de forma que el valor de la prima por asimetría se calcula como el producto entre la probabilidad de extinción de los recursos y el déficit promedio que se generaría en tales eventos.

En el apéndice metodológico se resume la metodología de valoración propuesta, que se describe en principio en Vásquez y Zea (2003 a, b, y 2004).

APÉNDICE METODOLÓGICO

Para efectos de la estimación del modelo aplicable a la tasa de interés DTF real, esta se define como:

$$(1) \quad r_t = \left(\frac{1 + i_t}{1 + \Delta UVR_t} \right) - 1$$

donde i corresponde a la t -ésima observación de la tasa de interés DTF nominal efectiva anual y ΔUVR constituye la t -ésima observación del crecimiento anual de la UVR, que se calcula cada mes con base en la tasa de inflación corrida del año, reagada un período.

Para describir la dinámica de la tasa de interés real se utiliza un modelo Ornstein-Uhlenbeck que corresponde a una versión continua de un proceso estacionario AR(1) gaussiano y un caso particular del modelo de Vasicek (1977). Según este modelo, los incrementos de la tasa de interés real descrita en (1) siguen la ecuación diferencial estocástica:

$$(2) \quad dr(t) = -\lambda (r(t) - \bar{r}) dt + \sigma dW,$$

donde dr es el crecimiento de la diferencia multiplicativa entre la DTF y ΔUVR , $\lambda \geq 0$ es la velocidad de convergencia o revertibilidad a la media, $r(0) = r_0$, $t \in [0, \infty)$, σ es la volatilidad del crecimiento de r , dW es un proceso estocástico i. i. d. $N(0,1)$ y \bar{r} corresponde al parámetro que representa la tasa de interés DTF real promedio de largo plazo.

El proceso de estimación de los parámetros de la ecuación (2), se lleva a cabo por

medio del método de los momentos simulados propuesto por Lee e Ingram (1991), que corresponde a un caso particular de la metodología GMM desarrollada por Hansen (1982). Este método consiste en encontrar los parámetros que garantizan la mayor similitud entre los momentos muestrales de la serie observada y los momentos estandarizados de una serie simulada con el mismo tamaño muestral.

Teniendo en cuenta alguna información intuitiva *a priori* sobre rango de valores alrededor del cual pueden variar algunos de los parámetros que se estimen y con el fin de hacer la estimación de tal forma que incorpore este tipo de información adicional, se aplica la metodología de Lee e Ingram bajo dos restricciones, una sobre la varianza del proceso y otra sobre la reversión a la media.

Finalmente, se realizan 50.000 estimaciones de las cuales se calcula la mediana de los parámetros. Este procedimiento se repite 50 veces, para incorporar el efecto de diferentes semillas del generador de los choques aleatorios. Con los resultados de este procedimiento se valoran los diferentes *cap* de la siguiente forma: i) se obtienen los histogramas de frecuencia absoluta de las diferentes valoraciones a distintos plazos, y se eligen los que exhiben, en primer lugar, mayor concentración alrededor de una determinada frecuencia, y en segundo lugar, los que sugieran una distribución unimodal, ii) se toma el intervalo en el que se encuentra el mayor número de observaciones, y de éste, se toma el punto medio como valor del *cap* al plazo correspondiente.

REFERENCIAS

- Hansen, L. P. (1982). "Large Sample Properties of Generalized Method of The Moments Estimators", en *Econometrica*, No. 50, pp. 1929-1954.
- Lee, Bong-Soo; Ingram, Beth F. (1991). "Simulation Estimation of Time-Series Models", en *Journal of Econometrics*, No. 47, pp. 197-205.
- Vasicek, O. (1977). "An equilibrium Characterization of the Term Structure", en *Journal of Financial Economics*, 5. 177-188.
- Vásquez, D. (2003). "Mecanismo de cobertura para el riesgo de tasa de interés real de los bancos hipotecarios colombianos", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 237.
- _____ ; Zea, C. (2003a). "Hedging Alternatives for the Mortgage Stabilization Fund (FRECH): European Cap Options for the Real Interest Rate", en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. No. 265.
- _____ ; _____ (2003b). "Alternativas de cubrimiento para el Fondo de Estabilización de Cartera Hipotecaria (FRECH): oferta de opciones europeas *cap* para la tasa de interés real", Banco de la República, Mimeo.
- _____ ; _____ (2004). "Reglamentación de la oferta de opciones europeas *cap* para la tasa de interés real por parte del Fondo de Estabilización de Cartera Hipotecaria (FRECH)", Departamento de Estabilidad Financiera, Banco de la República, Mimeo., junio.

RENTABILIDAD BANCARIA: MEDICIÓN, ORIGEN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Por: Fernando Pineda G.*

Un aspecto fundamental en la evolución del negocio bancario es el comportamiento de su rentabilidad patrimonial. En este artículo se harán algunas anotaciones sobre la manera como se puede mejorar la medición tradicional de rentabilidad, para evitar equivocaciones en el momento de hacer comparaciones con años pasados. Posteriormente, se estudiarán tanto las causas del repunte reciente de la rentabilidad mediante el análisis del estado de pérdidas y ganancias (P y G) bancario, como la sostenibilidad de sus utilidades hacia el futuro próximo.

I. MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD BANCARIA

En esta sección se expone una metodología de medición, y luego se hará un seguimiento de los niveles actuales de

rentabilidad real y de su comparación con la de años anteriores.

A. Definiciones

El primer concepto por definir es cómo cuantificar adecuadamente la rentabilidad de una entidad. En el caso de un bono, la rentabilidad R se define como el retorno del título al final de un período RET sobre su valor al inicio del período Po , es decir,

$$R = \frac{RET}{Po}$$

Dentro del retorno RET , se deben incluir tanto los intereses recibidos UT , así como el mayor (o menor) valor del bono según su precio de mercado, esto es, la valorización VAL del título. Así,

$$(1) \quad R = \frac{UT + VAL}{Po}$$

* Miembro del Departamento de Estabilidad Financiera, Subgerencia Monetaria y de Reservas, del Banco de la República.

La medición de la rentabilidad patrimonial de un banco es más compleja, ya que por el lado del numerador generalmente se desconoce el valor de VAL , y por el lado del denominador no se cumple el supuesto implícito de que Po se mantiene constante a lo largo del período de medición, ya que puede haber capitalizaciones o pagos de dividendos. Sin embargo, es usual en la literatura encontrar definida la rentabilidad como el cociente entre las utilidades y el patrimonio promedio,

$$(2) \quad R = \frac{UT}{\bar{P}}$$

Como se puede observar, esta definición simplemente ignora el valor de VAL , y busca ajustar el problema del denominador con el promedio del patrimonio \bar{P} . Así, pues, la definición (2) es una medida incompleta de la rentabilidad.

Es necesario, entonces, mejorar la medición de la rentabilidad, introduciendo un estimativo de VAL . Desde el punto de vista de generación interna, el mayor valor del patrimonio de un banco proviene de dos fuentes: las utilidades y el incremento de las valorizaciones que se registra en el superávit. Dicho registro corresponde al mayor valor de los activos que no fue contabilizado en el P y G. Una vez sea vendido el activo, la ganancia por la valorización se registrará en el P y G. Ese aumento en el superávit del patrimonio ΔSUP^1 du-

rante el período, será el estimativo de VAL . Por tanto,

$$(3) \quad R = \frac{UT + \Delta SUP}{Po}$$

La reexpresión de esta rentabilidad en términos reales es la siguiente:

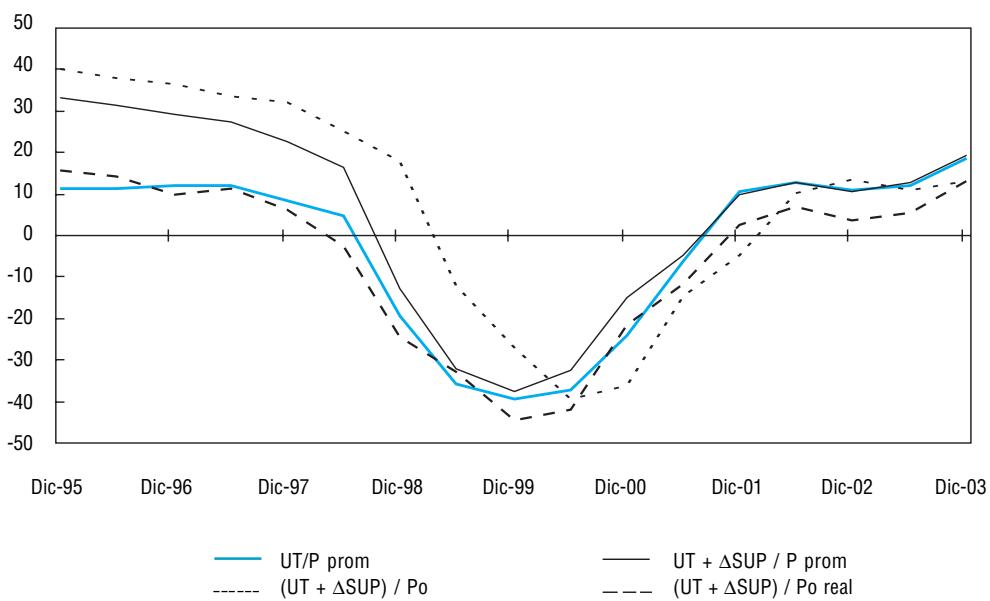
$$(4) \quad R_{real} = [(1 + \frac{UT + \Delta SUP}{Po}) / (1 + \pi)] - 1$$

donde π es la inflación. Esta será la definición de rentabilidad que se adoptará en este documento. La debilidad de esta definición está en que ΔSUP no refleja perfectamente el mayor valor de los activos, ya que la mayoría de ellos no está valorada a precios de mercado. Sin embargo, $VAL = \Delta SUP$ es mejor aproximación que suponer $VAL = 0$, tal como lo supone la definición tradicional de la ecuación (2). En cuanto al denominador, se harán mediciones con Po y con \bar{P} . Una distorsión de \bar{P} radica en que incluye la utilidad en el patrimonio final. Es como decir que un bono que vale \$100 y rinde \$20, tendría una rentabilidad de $20/110 = 18,2\%$, pues el patrimonio final fue \$120; con esto se subestima la verdadera rentabilidad del bono que es 20%.

En el Gráfico 1 se comparan las diferentes medidas de rentabilidad que se han comentado. Allí se observa que el indica-

¹ La eventual capitalización de la subcuenta revalorización del patrimonio del superávit que registra el plan único de cuentas (PUC) puede leerse erróneamente como una desvalorización (pues cae el saldo del superávit). Para evitar que esto suceda, dicha revalorización se excluye del superávit, y se incluye en su reemplazo la revalorización del patrimonio del P y G. Esta sustitución es posible, ya que el cambio en la revalorización como subcuenta del superávit se alimenta del flujo de la cuenta de revalorización del patrimonio del P y G.

Gráfico 1
Algunas medidas de rentabilidad - Bancos
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

dor tradicional de rentabilidad, UT / \bar{P} , la subestima, principalmente en los primeros años de la serie. Además, presenta el inconveniente de no ser comparable a través del tiempo, por dos motivos: primero, es una rentabilidad *nominal* que depende de los niveles de inflación; si los niveles de inflación no son similares, el indicador no es comparable. Segundo, tal como se anotó, está afectado por el hecho de que UT no tiene una definición contable homogénea en toda la serie, ya que contiene ajustes por inflación hasta el año 2000. Así, por ejemplo, el año 2002 tiene una $UT / \bar{P} = 11,1\%$, cifra similar al 11,5% del año 1995. Sin embargo, si en el año 1995 no se hubiera realizado ajustes

por inflación, ese indicador habría sido de 14,5%.

En la misma imprecisión se cae al comparar cualquier otro indicador que contenga UT . Por ejemplo, uno muy usual es $UT / ACTIVOS$, el cual arroja 2,0% para el año 2003 y 1,6% para 1995. Si se elimina el efecto de los ajustes por inflación, se obtendría 2,0% para 1995.

De tal manera, el indicador *Rreal* es el que corrige los defectos señalados: homologa el efecto de los ajustes por inflación a través del tiempo, recoge (por lo menos parcialmente) el mayor valor de la empresa expresado en $VAL = \Delta SUP$, y deflacta por

la inflación. Por tanto, a continuación se comentan los resultados que arroja este indicador.

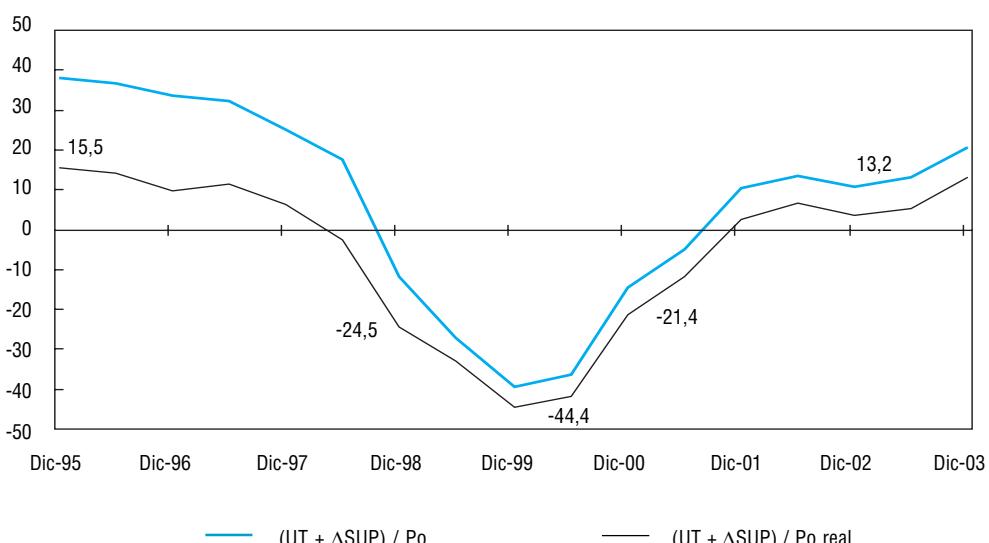
B. Resultados

En el Gráfico 2 se presentan nuevamente las rentabilidades nominales y reales, definidas en las ecuaciones 3 y 4, para el caso de bancos² desde 1995.

En el gráfico anterior se puede observar lo siguiente: se presenta un pronunciado deterioro de la rentabilidad desde

1997, hasta que el sector entra en crisis en 1998 cuando los bancos pierden el 25% real de su patrimonio de inicio del año. La crisis toca fondo en 1999, cuando los bancos pierden el 44% de su patrimonio, y luego, en el siguiente año pierden el 21%. Es así como en esos tres años de crisis, las pérdidas reales de los bancos consumieron un equivalente al 72% del patrimonio que tenían a finales del año 1997³. A partir de 2001 se vuelve a rentabilidades reales positivas cada vez mayores, hasta alcanzar el 13% real en 2003. Sin embargo, este porcentaje sigue

Gráfico 2
Rentabilidad patrimonial bancos
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

² No incluye bancos hipotecarios. Para el año 2003 no vincula a Bancolombia.

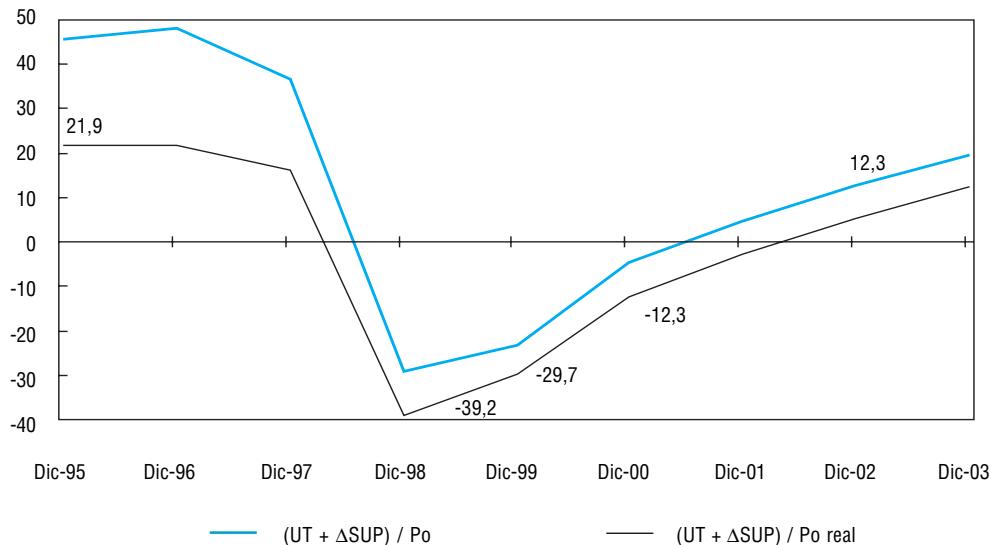
³ La metodología para este cálculo es la misma que la de un bono a tres años con tres flujos, que se descuentan con la tasa de inflación. Por lo tanto, las restricciones de este cálculo son las siguientes: primero, sólo estima los costos por concepto de pérdidas y desvalorizaciones, sin contabilizar otros costos como los créditos subsidiados que se otorgaron, las compras de cartera subsidiadas, etc. Segundo, no tiene en cuenta las capitalizaciones durante esos tres años, lo cual estaría subestimando las pérdidas. Así, el 72% de rentabilidad negativa se debe leer como el porcentaje *mínimo* de pérdidas sobre el patrimonio de diciembre de 1997, atribuibles solamente a *UT* y ΔSUP .

siendo inferior al 15,5% que se presentaba en precrisis.

En cuanto a los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH), es destacable sus altas rentabilidades en precrisis, con niveles hasta del 22% real, mientras los bancos alcanzaban 15,5%. Buena parte de esta diferencia obedece a que los BECH han apalancado más su patrimonio de lo que lo han hecho los bancos, debido a que la cartera de vivienda se pondera por el 50% para efectos de activos ponderados por riesgo, mientras que el resto de la cartera lo hace por el 100%.

Es llamativo el hecho de que en un corto transcurso de tiempo se deteriore tanto el sector, pues pasa de tener una *real* de 16% en 1997 a una del -39% un año después⁴. Así, el deterioro de la rentabilidad de los BECH fue más rápido pero menos profundo que en bancos (mientras que el punto más bajo de la rentabilidad de los BECH fue de -39%, en los bancos fue de -44%), y su recuperación ha sido más lenta, después de que tocaran fondo en 1998. La mejoría de la rentabilidad en los últimos años es evidente⁵, llegando en la actualidad al 12,3% (Gráfico 3).

Gráfico 3
Rentabilidad patrimonial BECH
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

⁴ El repentino deterioro no fue generalizado, sino concentrado en dos entidades que recogieron el 95% de las pérdidas de 1998: BCH y Granahorar, los cuales fueron oficializados en ese año.

⁵ La rentabilidad de los BECH del año 2001 está sobreestimada, pues hubo saneamientos de cartera que no pasaron por el P y G ni se detectan en el patrimonio de fin de mes.

C. Los componentes de la rentabilidad

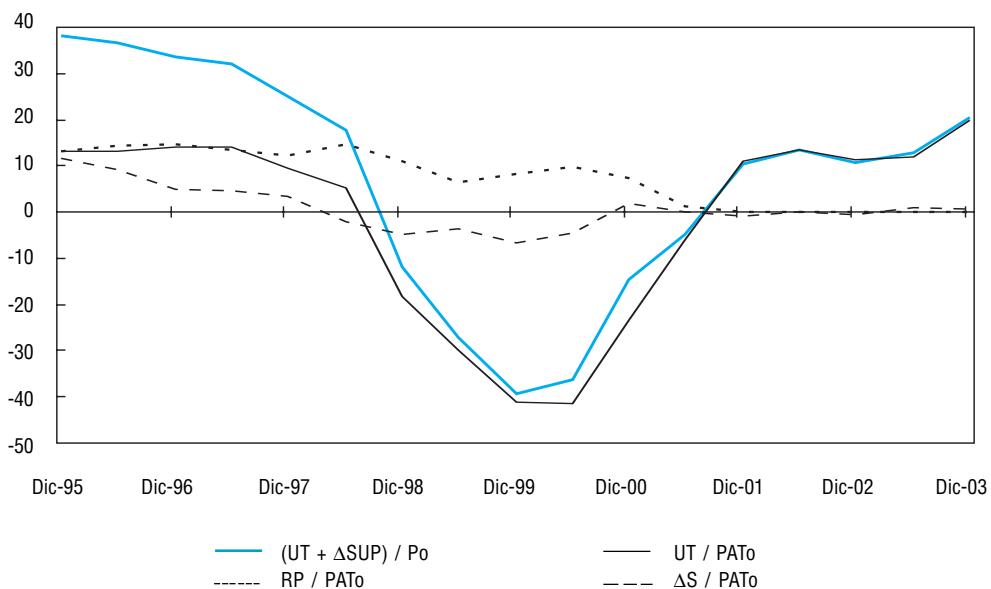
A continuación, se compara el aporte de UT frente al de ΔSUP como fuentes de rentabilidad. Para ello, es necesario descomponer ΔSUP en sus dos componentes principales:

$$\Delta SUP = \Delta RP + \Delta S$$

donde ΔRP es el incremento de la “revalorización del patrimonio”⁶, y ΔS es el incremento del resto del superávit. Esta distinción es importante, ya que RP afectó la utilidad hasta el año 2000, disminuyéndola.

En el Gráfico 4 se observa que los tres componentes de la rentabilidad fueron de mucha importancia hasta 1999. En

Gráfico 4
Componentes de la rentabilidad en bancos
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

⁶ RP era el ajuste por inflación del patrimonio. Su objetivo era proteger el patrimonio contra la pérdida de valor por efecto de la inflación. Para ello, se producía un egreso en el P y G por un monto igual a dicha pérdida (calculada como el producto entre el patrimonio y la inflación), y su contrapartida era un aumento en la cuenta RP dentro del patrimonio. De esta manera, se aumenta el patrimonio para mantener su valor real, con cargo a menores utilidades. Para compensar parcialmente las menores utilidades, se reconocía el mayor valor de los activos no monetarios por efecto de la inflación, contabilizándolo como un ingreso en el P y G. Su contrapartida era un mayor valor del activo. De esta forma RP del patrimonio se origina de una parte, en la valorización por inflación de los activos no monetarios, y el resto en la retención neta de utilidades.

consecuencia, las mediciones de rentabilidad anteriores a esa fecha que omitan ΔRP y ΔS , la estarán subestimando, en ocasiones, en más de un 100%. Hacia el final del período, UT/PAT_0 tiende a parecerse a $(UT + \Delta SUP)/Po$, con valores nominales de 19,8% y 20,6%, respectivamente, en 2003.

D. Conclusiones

- A pesar de que UT / \bar{P} o UT / Po son indicadores de rentabilidad muy utilizados, presentan tres imprecisiones principales: sólo miden el mayor valor de la entidad correspondiente a UT , sin considerar las valorizaciones que no pasaron por el P y G; están expresados en términos nominales, lo cual no permite hacer comparaciones intertemporales bajo situaciones de inflación diferentes; la UT no está definida homogéneamente en los nueve años de estudio, ya que inicialmente contenía ajustes por inflación.
- Un indicador como R_{real} corrige las deficiencias anteriores, aunque persisten imprecisiones tales como que no todos los activos se valoran a precios de mercado.
- A partir de las mediciones se concluye que las rentabilidades reales actuales han mejorado notablemente hasta alcanzar 13,2% y 12,3% para bancos y BECH, respectivamente. Pese a esta mejora, dichas rentabilidades siguen siendo inferiores a las que se presentaban en 1995.

II. LA RENTABILIDAD BANCARIA EN PERSPECTIVA

A. El caso de los bancos, excluidos los BECH

El año 2001 marcó el final de la crisis bancaria, ya que el sector logró presentar utilidades después de tres años consecutivos de pérdidas. En 2002 se obtiene un nivel de utilidades sobre activos levemente superior al del año anterior (1,2% vs. 1,1%), y luego, en 2003 se produce una notable mejoría (2,0%). A continuación se describen las causas que generaron este aumento en las utilidades, teniendo como referencia el año 2001. Además, se examina la sostenibilidad de la rentabilidad bancaria hacia el futuro.

Para el efecto, en el Cuadro 1 se compara el P y G sobre activos promedio de los dos años. Allí se observa que el origen de la mayor utilidad de 2003 se encuentra en dos factores principalmente: una mejora en la eficiencia bancaria, y el aumento del margen financiero bruto (MFB).

En efecto, del aumento de 0,9% en utilidades, el 0,6% se explica por la reducción de los gastos laborales y administrativos. Hacia el futuro, los aportes al P y G de este rubro, serán menos significativos, ya que mejorar el actual 6,9% sobre activos es cada año más difícil, sobre todo si se toman como referencia los 6,7% que presentan los BECH y que aún no lo han estabilizado, pues continúan en aumento.

En cuanto al segundo rubro, el MFB explicó 0,4% en la mejora de la utilidad. El au-

Cuadro 1
Bancos
Diferencias entre el P y G de 2003 vs. 2001
(Porcentaje)

	Dic/01	Dic/03	Diferencia
Ingresos financieros	14,9	13,1	(1,9)
Intereses	9,5	7,8	(1,8)
Rendimientos en inversiones	3,2	3,2	0,0
Comisiones y otros netos	2,2	2,1	(0,1)
Egresos por intereses	6,0	3,8	(2,3)
Margen financiero bruto	8,9	9,3	0,4
Ingresos operacionales	1,1	1,0	(0,2)
Gastos laborales y administrativos	7,6	6,9	(0,6)
Provisiones	2,4	2,1	(0,3)
Recuperaciones	1,8	1,7	(0,1)
Otros ingresos netos	(0,7)	(0,9)	(0,2)
Utilidad	1,1	2,0	0,9

Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

mento del margen se debió a dos factores: un efecto de cantidades (aumentan los activos productivos) y un efecto de precio (aumenta el margen de tasas implícitas), tal como se explica a continuación.

1. Se produce una recomposición del activo, en la cual los rubros tales como bienes recibidos en pago, cartera improductiva, activos fijos y otros activos pierden participación, en favor de las inversiones; estas últimas pasan de un promedio mensual del 27% sobre el activo a 31,4%.

2. Los ingresos financieros de cartera descienden más lentamente que los egresos financieros, debido a la ampliación del margen de tasas implícitas reales (diferencia entre la tasa implícita real de colo-

cación y la de captación), el cual aumentó de 7,9% en 2001 a 8,1% en 2003. Adicionalmente, hubo un aumento en la valoración de inversiones, debido a que las tasas de TES y otros papeles tendían a la baja.

Hacia el futuro queda la incertidumbre acerca de si se puede sostener ese margen de tasas implícitas, tanto por la actual coyuntura de tasas pasivas muy bajas, como por la mezcla de recursos en que los certificados de depósito a término (CDT) pierden participación en el pasivo, en favor de una mayor participación de los ahorros; esta baja participación de los CDT en el pasivo no se observaba en los últimos siete años. Un punto de aumento en las tasas implícitas reales de capta-

ción⁷ haría que la rentabilidad real disminuyera de 12,6% a 6%, suponiendo lo demás constante.

Todavía se puede esperar mejoras futuras en el MFB, debido a que existe una alta reserva de liquidez (inversiones, interbancarias y Repos netos) que en la medida en que se cambie por cartera, incrementará su contribución al MFB. En el evento en que dicha reserva del 24% sobre activos, bajara hasta alcanzar 12%, tal como ocurría en la segunda mitad de los años noventa, se liberarían los restantes 12% para colocarlos en cartera. Si la mayor rentabilidad de la cartera sobre las inversiones es de cinco puntos, la capacidad de aumento en el MFB sería del orden de $12\% * 5\% = 0,6\%$, y la rentabilidad real aumentaría al 18,6%.

Nótese que en estos cálculos no se incluye el aporte al margen que pudiera resultar del proceso de saneamiento de los activos improductivos brutos, ya que su nivel sobre activos (2,6%) es similar a lo que había en 1995, por lo cual no se puede esperar que haya reducciones futuras importantes en este rubro. En consecuencia, tampoco se esperarían mayores reducciones en las provisiones de P y G, más aún cuando su nivel (2,1%) está por debajo de lo que había en 1995 (2,5%). En cuanto a la recuperación, el nivel actual de 1,7% resulta alto comparado con el 0,9% del año 1995, por lo cual cabe esperar que se reduzca en los próximos años.

B. El caso de los BECH

En cuanto a los BECH, la mejora del MFB obedece básicamente a las mismas causas que en los bancos, pero con una caída más acentuada en los egresos que en los ingresos financieros. Además, el MFB de los BECH es más vulnerable que el de los bancos, ya que tiene limitaciones legales para corregir sus tasas activas ante aumentos en las tasas reales de interés pasivas (Cuadro 2).

Gracias a esa mejora en el MFB y al aumento en el rubro de recuperaciones, los BECH hicieron elevadas provisiones (superiores en 2,0% a las de 2001), pese a que su nivel de improductivos netos sobre activos es menor que el de 2001 (6,1% vs. 10,7%). Cabe esperar que el elevado monto de provisiones continúe hacia el futuro, hasta tanto los improductivos netos sobre activos no regresen a niveles del 2% de precrisis. Para ver qué tan lento puede ser el proceso de saneamiento, tomemos un indicador de la evolución de la calidad de la cartera, definido como cartera vencida más bienes brutos recibidos en pago (BRP) sobre cartera bruta más bienes brutos recibidos en pago. Este indicador muestra qué porcentaje de las colocaciones dirigidas a la actividad crediticia (los BRP fueron originalmente recursos de cartera) se encuentra deteriorado (Gráfico 5).

El lento decrecimiento del indicador parece predecir que el proceso de sanea-

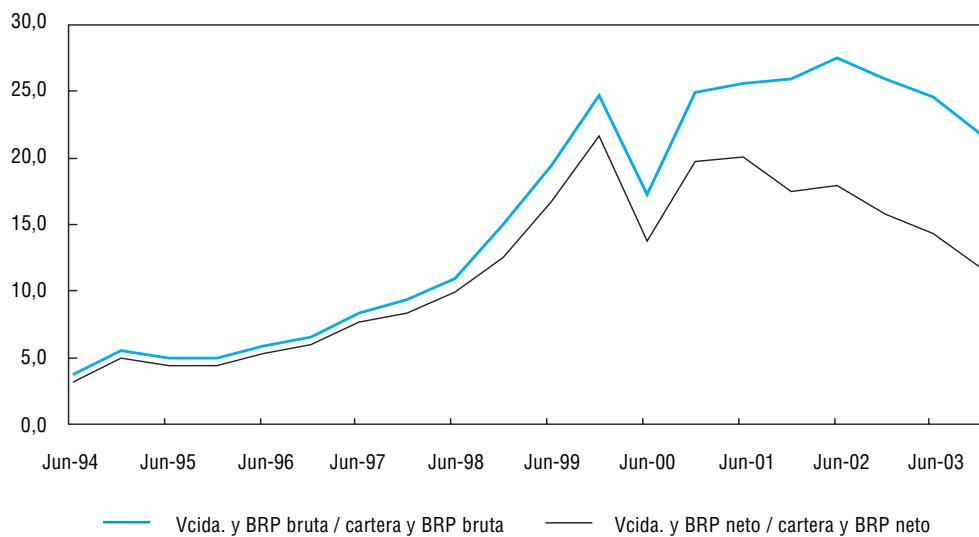
⁷ Las tasas implícitas de captación pueden aumentar por dos factores: por un alza en las tasas de interés, o por una recomposición de la canasta de recursos, en la cual los ahorros y cuentas corrientes pierdan participación frente a recursos más costosos como los CDT.

Cuadro 2
BECH
Diferencias entre el P y G de 2003 vs. 2001
(Porcentaje)

	Dic/01	Dic/03	Diferencia
Ingresos financieros	14,5	13,3	(1,3)
Intereses	11,4	9,6	(1,7)
Rendimientos en inversiones	2,5	2,8	0,3
Comisiones y otros netos	0,7	0,8	0,1
Egresos por intereses	7,9	4,8	(3,1)
Margen financiero bruto	6,7	8,5	1,8
Ingresos operacionales	1,6	2,2	0,6
Gastos laborales y administrativos	6,5	6,7	0,2
Provisiones	3,2	4,5	1,4
Recuperaciones	2,5	3,3	0,8
Otros ingresos netos	(1,0)	(1,2)	(0,1)
Utilidad	0,1	1,6	1,5

Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

Gráfico 5
Calidad de la cartera en BECH
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos propios con base en información de la Superintendencia Bancaria.

miento de activos deteriorados requeriría varios años para llegar a los niveles de 1995. Mientras tanto, los BECH han venido efectuando un importante saneamiento a través de provisiones, tal como lo refleja el mismo indicador expresado en términos netos de provisiones.

C. Conclusiones

- Las mejoras en la rentabilidad en el caso de los bancos pueden venir principalmente de la sustitución de sus inversiones por cartera, para mejorar así la productividad de las captaciones. Como puntos débiles del P y G está la posibilidad de que baje el aporte de las inversiones cuando se estabilicen las tasas de interés; también existe la posibilidad de retornar a niveles de tasas pasivas más altas, así como volver a anteriores mezclas de recursos más costosas. Ante esta eventualidad, los bancos tienen la posibilidad de responder con aumentos en sus tasas activas, pero a costa de un mayor riesgo crediticio. Por otra parte, se espera una reducción lenta del aporte al P y G del rubro de recuperaciones.
- En cuanto a los BECH, presentan un MFB relativamente holgado pese a la magnitud de sus improductivos, lo cual le permitirá continuar el proceso de depuración de activos. Sin embargo, la culminación de este proceso será posible si se prolonga la coyuntura de bajas tasas de captación, ya que ante un aumento de éstas los BECH no tienen la posibilidad de defenderse con aumentos en tasas de colocación hipotecaria.

LOS ACUERDOS BANCARIOS DE BASILEA EN PERSPECTIVA

*Por: Mauricio Avella
Santiago Muñoz
Hernán Piñeros**

El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria anunció recientemente que sus miembros habían llegado a un consenso acerca de las propuestas que venían discutiéndose de tiempo atrás en relación con nuevos estándares para el capital de los bancos. Según el Comité, tal consenso serviría de referencia a las entidades bancarias y a las autoridades reguladoras de los sistemas financieros nacionales, para avanzar hacia la puesta en marcha del acuerdo conocido como Basilea II, en relación con el capital adecuado de la banca en un futuro cercano¹.

El principal antecedente de Basilea II se conoce con el nombre de Acuerdo de

Basilea I, alcanzado en 1988. Según sus impulsores, Basilea II constituye una revisión sustancial del concepto de capital bancario adecuado planteado en el texto de Basilea I. Con motivo del anuncio de Basilea II, este documento presenta una perspectiva de los orígenes de los acuerdos en las últimas décadas, con énfasis tanto en la evolución del negocio bancario a nivel internacional como en los cambios reguladores que la acompañaron. Se describen los términos convenidos en Basilea I, y el proceso gradual de revisiones y nuevas propuestas que desembocó en Basilea II. También se discute la experiencia colombiana en relación con la regulación del capital bancario, y su asi-

* Los autores son miembros del Departamento de Estabilidad Financiera, el cual hace parte de la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República. Las opiniones aquí contenidas son de responsabilidad exclusiva de los autores y no necesariamente reflejan la posición del Banco de la República y/o de su Junta Directiva.

¹ El nuevo consenso fue anunciado por el Comité el 11 de mayo de 2004. El texto completo de lo acordado fue publicado a fines de junio siguiente.

milación de los contenidos propuestos en Basilea I y Basilea II.

I. LA EXPANSIÓN DEL NEGOCIO BANCARIO INTERNACIONAL ENTRE MEDIADOS DE LOS AÑOS SESENTA Y PRIMEROS DE LOS OCHENTA

Desde mediados de los sesenta, las operaciones internacionales de la banca en Europa y los Estados Unidos dejaron de ser una actividad secundaria. Hasta entonces tales operaciones dependieron principalmente de la dinámica del comercio internacional. Las transacciones bancarias con monedas foráneas fueron tradicionalmente muy limitadas. En la siguiente década, floreció la actividad internacional de los bancos. Un ciclo completo de auge y receso del financiamiento externo entre finales de los sesenta y primeros años de los ochenta estuvo asociado al comportamiento del crédito bancario internacional.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) las cuentas en moneda extranjera pasaron de representar el 12% de los activos totales en 1970 al 24% en 1981. En el caso extremo de la Gran Bretaña, por tener en Londres un centro financiero internacional desde el pasado, las proporciones cambiaron del 46% al 68%. Y, en los Estados Unidos avanzaron de esca-

samente el 3% al 15%². Otra demostración de la importancia alcanzada por la expansión de la actividad bancaria internacional fue la presencia creciente de sucursales y subsidiarias de bancos extranjeros en los sistemas bancarios de la OCDE. En Londres, el número de sucursales y subsidiarias de bancos extranjeros pasó de 50 en 1960 a 230 en 1981; para este último año el 60% de los activos totales de la banca residenciada en Londres era de origen foráneo.

Los guarismos citados son ilustrativos de la importancia ganada por las operaciones internacionales de la banca entre mediados de los años sesenta y principios de los ochenta. La literatura financiera ha explorado diversas hipótesis acerca de los factores que propiciaron la expansión de los negocios internacionales de la banca. Desde el surgimiento y extensión del mercado de eurodólares, las diferencias en los esquemas reguladores de los diversos países, la diversificación de negocios ofrecida por el nuevo mundo financiero con tasas de cambio flexibles, hasta la participación de los bancos en el reciclaje de las ganancias derivadas del primer choque petrolero en 1973, y la demanda de crédito externo de las economías en desarrollo³.

Para finales de los años setenta era claro que la internacionalización de la banca había traído aparejados no sólo cambios

² Las proporciones se calcularon con base en cifras publicadas en las *Estadísticas financieras internacionales* del FMI.

³ Solomon (1982) y McKinnon (1979) discuten ampliamente el tema de la expansión internacional de la banca.

en los portafolios activos y pasivos, sino nuevas formas organizativas, y técnicas diferentes y sofisticadas de financiamiento y préstamo. Cundía la sensación según la cual la supervisión bancaria tradicional se había quedado obsoleta. Según un analista de la época, a principios de los ochenta existía un *vacío* en el ejercicio de la supervisión:

“La internacionalización de la banca trajo consigo cambios considerables en los sistemas bancarios y en la conducción del negocio bancario. Los nuevos mercados internacionales crecieron con sus propias técnicas y convenciones, así como con nuevos tipos de riesgo. El número de instituciones financieras internacionales creció considerablemente en la medida en la que los bancos cruzaron las fronteras nacionales. ... Se formaron nuevas clases de bancos, en especial los llamados consorcios bancarios, con accionistas de diversos países. Surgieron nuevos centros bancarios -especialmente los denominados *offshore centres*- hacia los cuales los bancos fueron atraídos por esquemas regulatorios (sic) y fiscales favorables, a través de los cuales la banca canalizaría buena parte de sus operaciones internacionales. ... Mirando hacia atrás, resulta claro ahora que a principios de los setenta las percepciones y técnicas de las autoridades de supervisión bancaria alrededor del mundo no habían avanzado al mismo ritmo de los nuevos desarrollos financieros. En efecto, existió un vacío de super-

visión en este nuevo mercado global que necesitaba ser copado”⁴.

Los años setenta fueron testigos de diversos esfuerzos para promover la cooperación internacional en relación con la supervisión bancaria. Aún así, el camino transitado hacia el primer acuerdo de Basilea en 1988, no estuvo exento de dificultades y experiencias dramáticas. El estallido de la crisis de la deuda externa latinoamericana en 1982, en gran medida financiada por la banca extranjera, dejó al descubierto la existencia de riesgos (como el riesgo asociado a países, *country risk*) que hasta entonces no habían recibido mayor atención de los supervisores. Otras experiencias extremas las vivieron con anterioridad los supervisores en su propio terreno. Los casos más renombrados, ocurridos en 1974, fueron los del Franklin National Bank de Nueva York y el Banco Herstatt (Bankhaus Herstatt) en Colonia, Alemania. Las dos instituciones sucumbieron bajo el peso de sus operaciones fallidas en el mercado cambiario (*foreign exchange risk*).

II. LOS AVANCES INSTITUCIONALES HACIA EL PRIMER ACUERDO DE BASILEA EN 1988

La cooperación entre países para efectos de supervisión del negocio bancario internacional se inició en 1972, al crearse

⁴ Cooke, P. (1981, p. 238). Cooke fue director asociado del Banco de Inglaterra y director de Supervisión Bancaria en la misma entidad. Desempeñó un papel destacado en el proceso institucional que culminó con el primer acuerdo de Basilea en 1988.

el *Groupe de Contact* por parte de los miembros de la Comunidad Económica Europea. Se trató de un organismo informal y autónomo, con responsabilidades operacionales relacionadas con la supervisión bancaria en los países de la Comunidad. Tales características de informalidad y autonomía influirían en posteriores avances institucionales, y responderían por parte de su éxito futuro. El *Groupe* buscaba facilitar el intercambio de información entre los supervisores de los países miembros, y adelantar estudios comparativos sobre los diversos sistemas financieros nacionales. Posteriormente, a finales de 1974, al conocerse las crisis del Franklin National Bank y del Herstatt, se creó el *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*, cuyos miembros provendrían del Grupo de los Diez (G-10) y Suiza⁵. Más adelante, en 1979, se estableció un organismo técnico, el *Advisory Committee for Banking Coordination of the European Communities*, con el objetivo de ofrecer asesoría a la Comisión Europea en relación con la armonización y regulación de los sistemas bancarios de la Comunidad⁶.

A. El Concordato de 1975 y desarrollos posteriores

El *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*, posteriormen-

te conocido como *The Basle Committee on Banking Supervision*, se propuso fortalecer el intercambio de información acerca de la actividad internacional de la banca en los países, pero sobre todo mejorar los métodos de supervisión⁷. El Comité se reunió por primera vez en febrero de 1975. Sus tareas originales fueron la actualización de los sistemas nacionales de supervisión en relación con los avances del negocio bancario, y la cooperación entre las autoridades de supervisión de los países miembros en el seguimiento de las actividades bancarias de sucursales y filiales de bancos extranjeros. El primer documento de alcances internacionales suscrito por el Comité vio la luz pública en diciembre de 1975. Desde entonces se le ha conocido en la literatura especializada como el *Concordato*, por sus repercusiones sobre la cooperación internacional en materia de supervisión. El cometido central del documento consistía en que ningún banco extranjero con operaciones en los países miembros podría sustraerse a la supervisión bancaria. Las responsabilidades por el ejercicio de la supervisión serían compartidas tanto por el país de origen de un banco foráneo, como por el país anfitrión (Recuadro 1).

⁵ En septiembre de 1974, y como reacción a las crisis bancarias ocurridas en Alemania y los Estados Unidos, los representantes de los bancos centrales más importantes del mundo expedieron un comunicado en el cual urgieron una mayor coordinación entre las autoridades nacionales a cuyo cargo estaba la supervisión del sistema bancario internacional, y para tal efecto, en diciembre del mismo año crearon el *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices*. Cooke (1981).

⁶ El organismo técnico, también conocido como *Banking Advisory Committee*, fue creado bajo el auspicio de la *First Banking Directive of the European Community* expedida en 1977. Cooke (1981), Pecchioli (1983).

⁷ El Comité de Basilea también fue conocido desde sus orígenes como *The Basle Committee of Supervisors*, y también como *The Cooke Committee* en reconocimiento de su segundo director, Peter Cooke, del Banco de Inglaterra.

RECUADRO 1

RECOMENDACIONES PRINCIPALES DEL CONCORDATO DE 1975*

1. La responsabilidad por la supervisión de los bancos extranjeros debe recaer conjuntamente sobre el país de origen y el país anfitrión.
2. Ningún establecimiento bancario extranjero debe escapar a la supervisión, y ella debe ser considerada adecuada, tanto por las autoridades del país de origen como por las del país anfitrión.
3. La supervisión de la liquidez será responsabilidad primordial de las autoridades anfitrionas.
4. La supervisión de la solvencia de sucursales extranjeras será principalmente del resorte de las autoridades del país de origen. En relación con las filiales, la responsabilidad primordial recaerá en las autoridades locales. Sin embargo, las autoridades del país de origen no podrán perder de vista la exposición de las filiales en el exterior de sus propios bancos.

* Cooke (1981, p. 240).

La expedición del Concordato significaba que el tema de la supervisión bancaria internacional tenía dimensiones multilaterales. Y si la expansión de los negocios bancarios desbordaba el mundo industrializado, los términos del acuerdo deberían ser ampliamente difundidos en el ámbito internacional⁸. La puesta en práctica de los enunciados del Concordato requería nuevos avances en la cooperación internacional.

En 1978 el Comité de Basilea recomendó a los representantes del G-10 la adop-

ción del principio de supervisión consolidada. Mediante la *consolidación* de las operaciones bancarias se allanaba el camino para el ejercicio de la responsabilidad del país de origen. Diferentes autoridades nacionales acogieron el principio de consolidación. Pero fue, una vez más, un episodio extremo, el colapso del Banco Ambrosiano en 1982, el que convenció al G-10 de la urgencia de fortalecer el Concordato incorporando en el acuerdo el principio de consolidación de los grupos bancarios internacionales. Así, se dio vida en el seno del Comité al texto revisado

⁸ Varios eventos internacionales sirvieron para la discusión del Concordato. El Banco de Inglaterra organizó una Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios reunida en Londres en 1979, a la cual concurrieron supervisores bancarios de 80 países. Esta fue la primera reunión mundial de autoridades de supervisión bancaria. La asamblea expresó su aceptación de las orientaciones del Concordato. Cooke (1981, p. 240). Entre otras reuniones relevantes debe citarse la del Grupo de Supervisores de Operaciones en Centros Extracosteros (*Offshore*), en Basilea, en 1980. El Grupo respaldó las orientaciones del Concordato Hayward (1992).

del Concordato, con el nombre de “*Principles for the Supervision of Banks’ Foreign Establishments*”, publicado en 1983⁹. La creciente aceptación de la consolidación de las operaciones bancarias fue descrita en los siguientes términos por el entonces secretario del Comité de Basilea:

“Un cierto número de casos específicos ha llevado a los supervisores a considerar que los problemas en una determinada área del negocio bancario podrían afectar la solidez del grupo en su totalidad, aun si dichos problemas estuvieran referidos a una filial. Por consiguiente, la única vía segura en manos del supervisor del país de origen para proteger a los depositantes de un banco, es la de aceptar la responsabilidad por la vigilancia del banco y sus filiales, considerando los riesgos del grupo como un todo”¹⁰.

La práctica efectiva de la supervisión consolidada a nivel internacional, más que un logro de los años ochenta, fue un programa que se desarrollaría por el Comité de Basilea en las décadas por venir. Varios documentos fueron suscritos por el Comité en los siguientes 15 años. Así, en 1990 se publicó un Suplemento del Concordato de 1983, en el cual se destacaba la importancia de mejorar el flujo de información prudencial entre supervisores de diferentes países¹¹. Posteriormente, en 1992, el Comité reformuló algunos principios del Concordato, en la forma de cuatro estándares mínimos¹². Y, en 1996, el Comité, conjuntamente con el Grupo de Supervisores Bancarios Extracosteros (*Offshore Group*), presentó una serie de propuestas para superar las dificultades prácticas de una efectiva supervisión consolidada¹³.

⁹ El nuevo documento del Comité de Basilea se refiere al convencimiento de sus miembros acerca de que “las autoridades de supervisión no pueden alcanzar una satisfacción cabal acerca de la solidez de bancos individuales, a no ser que puedan examinar la totalidad de los negocios internacionales de cada banco mediante la técnica de consolidación”. “*Principles for the Supervision of Banks’ Foreign Establishments*”, mayo de 1983, Mimeo., p. 1. El documento fue acogido en la Tercera Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, reunida en Roma en septiembre de 1984, a la cual asistieron delegados de 75 países no pertenecientes al G-10.

¹⁰ Hayward (1992, p. 187).

¹¹ “Information Flows Between Banking Supervisory Authorities”, abril de 1990, Mimeo.

¹² El primer estándar mínimo señalaba que todo banco internacional o grupo bancario internacional debería ser supervisado por la autoridad correspondiente del país de origen, la cual debería estar capacitada para ejercitar una supervisión consolidada. El segundo estándar mínimo indicaba que la creación de una sucursal bancaria en el exterior requeriría la aprobación previa de las autoridades tanto del país de origen como del anfitrión. Según el tercer estándar mínimo, las autoridades supervisoras debían contar con el derecho de exigir información a las sucursales y subsidiarias de los bancos sobre los cuales dichas autoridades tendrían pleno derecho de supervisión. Según el cuarto estándar, si las autoridades de supervisión consideraran que alguno de los estándares anteriores no se estuvieran cumpliendo a satisfacción, podrían establecer restricciones consistentes con el cumplimiento de tales estándares, llegando hasta la prohibición de crear establecimientos bancarios. “Minimum Standards for the Supervision of International Banking Groups and their Cross-Border Establishments”, julio de 1992, Mimeo.

¹³ “The Supervision of Cross-Border Banking”, octubre de 1996, Mimeo. Las propuestas del documento habían sido acogidas por los 140 países que asistieron a la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios de junio de 1996.

B. La suficiencia del capital bancario en el contexto de la crisis financiera de los años ochenta

Los banqueros y los supervisores bancarios vivieron tiempos desapacibles en los primeros años ochenta. Los temas tradicionales de solvencia y liquidez adquirieron una dimensión internacional, y la discusión acerca del *capital adecuado* de los bancos concentró la atención de los supervisores en el mundo industrializado:

“En los últimos años los supervisores han visto con preocupación el deterioro de las relaciones de capital o de solvencia en varios países, debido en grados diversos a la rápida expansión de los negocios internacionales, al alto grado de competencia, a la erosión de los márgenes, y al efecto adverso de la inflación sobre los beneficios reales”¹⁴.

La palabra *riesgo* se volvió lugar común en los documentos bancarios internacionales. Y con el proceso de internacionalización de la banca vivido desde la década anterior, una de las expresiones más utilizadas sería la de riesgo asociado a países (*country*

risk)¹⁵. Uno de los futuros directores del Comité de Basilea describió en los términos siguientes la visión que se tenía al principio de la década acerca del riesgo-país:

“Esta categoría de riesgo, que involucra tanto el riesgo sobre los préstamos a deudores soberanos como los préstamos a entidades comerciales en países extranjeros, se ha convertido en una preocupación creciente de los bancos y de las autoridades de supervisión, debido a la rápida expansión del crédito internacional, en especial a los países en desarrollo como parte del proceso de reciclaje, en tal grado que en condiciones desfavorables de la economía mundial pondría en tela de juicio la capacidad de algunos prestatarios para pagar oportunamente sus préstamos. Este ha sido uno de los temas de consideración del Comité de Basilea en años recientes”¹⁶.

La experiencia internacional con el tema del capital adecuado no es de larga data, y su versión europea fue muy distinta de la estadounidense. En Europa se venían utilizando diferentes razones de capital sobre activos o sobre exigibilidades, o de capital sobre activos riesgosos, antes de las discusiones que desembocarían en Basilea I¹⁷. En

¹⁴ Cooke (1981, p. 241).

¹⁵ En un documento publicado a escasos seis meses del estallido de la crisis de la deuda en 1982, el Comité de Basilea admitió el concepto de riesgo asociado a países (riesgo-país) en su lista de riesgos bancarios. Según el Comité, “Prestar incorpora un cierto número de riesgos. Además de los riesgos asociados a la credibilidad de los prestatarios, existen otros que incluyen el riesgo de financiamiento, el riesgo de la tasa de interés, el riesgo asociado a los mecanismos de compensación, y el riesgo de la tasa de cambio. El crédito internacional incorpora el riesgo-país”. “Management of Banks’ International Lending”, marzo de 1982, Mimeo. Llamando la atención acerca de las dificultades implícitas en la evaluación del riesgo-país, el Comité señaló que “no puede ser una ciencia exacta, sino un arte en el cual debe reconocerse que lo impredecible tiene un grado significativo”. *Ibid.*, p. 1.

¹⁶ Cooke, (1981, p. 242).

¹⁷ El primer estatuto de supervisión bancaria en Gran Bretaña fue expedido en 1979 (*The Banking Act of 1979*). Sus causas cercanas fueron la crisis bancaria interna de 1974 y los requerimientos de armonización bancaria de la Comunidad Económica Europea.

los Estados Unidos las autoridades bancarias establecieron a partir de 1981 unas razones mínimas de capital sobre activos de riesgo¹⁸.

La idea según la cual los bancos con operaciones internacionales deberían tener niveles de capital más altos, se convirtió en lugar común entre las autoridades supervisoras en el G-10. Se entendía que la confianza pública sería una función directa del capital bancario. Este ambiente intelectual propició tanto reacciones acerca de los efectos que sobre la competitividad bancaria internacional tendrían medidas unilaterales adoptadas por las autoridades nacionales, como directivas de organismos internacionales encaminadas a la difusión de indicadores de suficiencia de capital. En cuanto a las primeras, las mayores preventivas surgieron en los Estados Unidos. El asunto podría plantearse en los siguientes términos: si en medio de la crisis internacional de la deuda de los años ochenta, las autoridades bancarias optaban por establecer estándares de capital con el propósito de evitar el desmedro de la confianza pública, la competitividad de la banca americana se rezagaría en comparación con la del resto del mundo. Dicha reacción sugería que tales medidas deberían adoptarse dentro de un marco multilateral, más que en uno simplemente unilateral.

En relación con la difusión de indicadores de capital apropiado, la Comunidad Económica Europea por medio del *Advisory*

Banking Committee introdujo en 1980 una batería de razones que los países miembros deberían adoptar, inicialmente a manera de ensayo. Parte de dicho conjunto de indicadores estaría conformado por razones de solvencia, tales como la razón entre el capital y los activos de riesgo, y razones de apalancamiento, tales como la razón entre el capital y los depósitos del público.

Las propuestas de nuevos avances institucionales en materia de suficiencia de capital bancario siguieron su curso tanto en los Estados Unidos como en Europa. En los primeros, las agencias federales bancarias llevaron al Congreso proyectos de reforma orientados a hacer más transparente el otorgamiento de crédito bancario al exterior, requiriendo mayor divulgación de la cartera por países, y exigiendo la creación de provisiones diferenciales de acuerdo con el riesgo asignado a los países deudores. Las propuestas también buscaban fortalecer el capital de la banca con operaciones internacionales. Tales iniciativas no eran independientes de la problemática bancaria internacional del momento, y de la manera como los Estados Unidos la estaban enfrentando. La idea era que tanto los contribuyentes como los propietarios de los bancos compartieran el costo de recuperación y fortalecimiento de los intermediarios¹⁹.

Con la expedición de la Ley de Supervisión de Préstamos Internacionales (*Inter-*

¹⁸ Haberman (1987).

¹⁹ Con el fin de sortear los efectos adversos que la crisis de la deuda podría tener sobre el sistema de pagos internacionales, los Estados Unidos convinieron en aumentar sus aportes al Fondo Monetario Internacional, instando a los

national Lending and Supervision Act, ILSA) de 1983, las agencias bancarias de los Estados Unidos quedaron encargadas de definir estándares de capital de los bancos. Para finales de 1985 ya se habían definido requerimientos uniformes de capital, los cuales quedaron en alrededor del 5% de los activos. En términos internacionales, la ILSA contenía un llamado al G-10 para que avanzase en la línea de fortalecer el capital de la banca con operaciones crediticias externas. De nuevo, se reforzaba el alcance multilateral más que unilateral de las medidas²⁰.

En poco tiempo, las autoridades bancarias norteamericanas manifestaron su desencanto con indicadores que no diferenciaban el riesgo relativo de los diferentes activos, y se interesaron por las experiencias europeas²¹. Surgieron iniciativas individuales como la del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el cual proponía clasificar los activos en seis

categorías distintas dependiendo de tres tipos de riesgo, el crediticio, el de tasa de interés, y el de liquidez. En enero de 1986, la Junta de las Reservas Federales propuso que las relaciones fijas de capital sobre activos fueran complementadas mediante sistemas de ponderación por el riesgo. De esta manera, las autoridades proponían que los Estados Unidos siguieran la norma europea de ponderar los activos por el riesgo.

Transcurrida la primera mitad de los años ochenta, la acumulación de experiencias adversas sobre la banca con operaciones internacionales no dejaba duda alguna acerca de la necesidad de adoptar normas universales sobre la suficiencia de capital. A mediados de 1986, Gran Bretaña y los Estados Unidos acordaron proponer una versión conjunta de medición del capital bancario, explícitamente ponderada por el riesgo de los bancos individuales²². El acuerdo bilateral generó reacciones diver-

demás miembros a actuar de manera similar. Igualmente simpatizaron con la posibilidad de programas bilaterales entre países orientados a facilitar el restablecimiento financiero de los más damnificados por la crisis. Las propuestas de reforma bancaria, si bien eran alentadas por las dificultades de la coyuntura, tendían a fortalecer el balance bancario futuro. Estos temas se discuten ampliamente en Kapstein (1992).

²⁰ Según Kapstein, la ILSA incluía un llamado del Congreso de los Estados Unidos “a los gobiernos, los bancos centrales y las autoridades regulatorias de los otros grandes países bancarios a esforzarse por ... fortalecer el capital básico de las instituciones bancarias que realizasen préstamos internacionales”. Kapstein (1992, p. 138). Paul Volcker, presidente de la Junta de la Reserva Federal, llevó dicho mensaje a los gobernadores de los bancos centrales del G-10 reunidos en Basilea en 1984. La acogida no fue entusiasta, al punto que el secretario del Tesoro, Regan, y el señor Volcker, reconocieron en su informe posterior al Congreso que “las dificultades inherentes son considerables”. Kapstein (1992, p. 138).

²¹ En una conferencia bancaria celebrada en Gran Bretaña, William Seidman, presidente del Sistema Federal del Seguro de Depósitos, agradeció al Banco de Inglaterra: “el habernos proporcionado los resultados de su análisis del riesgo de las partidas no incluidas en el balance”, añadiendo que, “acogeríamos con beneplácito una norma internacional para el capital, ya que es difícil hacer comparaciones válidas cuando cada país computa el capital de modo distinto”. Kapstein (1992, p. 140).

²² Según Glenn Tobin, una medición común “en Nueva York y Londres, dos de los más poderosos mercados financieros del mundo, representaría un gran avance hacia la convergencia de las normas de suficiencia de capital”, Tobin (1992) citado por Kapstein (1992, p. 141). Un resumen de la propuesta conjunta de Gran Bretaña y los Estados Unidos, anunciada oficialmente en enero de 1987, aparece en el apéndice de Haberman (1987).

sas en el seno de los restantes supervisores bancarios representados en el G-10. Con la incorporación del Japón, el acuerdo bilateral se transformó en un acuerdo trilateral que presionaba al resto de países industrializados para llegar a un acuerdo multilateral.

En el segundo semestre de 1987, el Comité de Basilea avanzó en el estudio de dos temas centrales: la definición del capital y el escogimiento del sistema de ponderación de los riesgos. Los obstáculos obvios eran las diferencias nacionales en la definición de capital bancario, y en general las discrepancias entre los sistemas contables bancarios de los países. A finales del año, el Comité anunció una propuesta de “convergencia internacional de mediciones y normas de capital”. Tras recibir comentarios a la misma en el primer semestre de 1988, el Comité publicó en julio de dicho año el denominado Acuerdo de Basilea, posteriormente conocido como Basilea I, con un título diciente para la época de expedición del acuerdo: *Convergencia internacional de la medición y las normas de capital*²³.

III. EL ACUERDO DE BASILEA DE 1988

El informe del Comité de Basilea, conocido como Basilea I, fue el resultado del trabajo

orientado a asegurar la convergencia internacional de las regulaciones de supervisión que gobiernan el capital adecuado de la banca internacional. Su objetivo primordial fue el fortalecimiento del sistema bancario internacional. De contera, se aspiraba a obtener la difusión y acogida universal de unos criterios de medición del capital bancario mínimo requerido a la banca internacional. Para recoger los esfuerzos previos del Comité, Basilea I constituyó un conjunto de criterios aplicables a la banca, no en términos individuales, sino *consolidados*.

Basilea I hizo explícitos los criterios del Comité en relación con la definición del capital (*core* o *equity* capital y *supplementary* capital), así como las ponderaciones de los activos según su riesgo. El acuerdo requirió que los bancos con operaciones internacionales en el G-10 mantuvieran un capital igual al menos al 8% de los activos ponderados por riesgo. Los bancos deberían tener al menos la mitad de su capital en la forma de capital accionario (*equity capital*). El marco de discusión de Basilea I fue principalmente el de la evaluación del capital bancario en relación con el riesgo crediticio, sin desconocer que otros riesgos, como los de mercado, deben tenerse en cuenta a la hora de evaluar el capital adecuado en su totalidad. La relación de Cooke fue el mecanismo sugerido por el Comité para el estudio del riesgo crediticio (Recuadro 2).

²³ El documento intitulado “International convergence of capital measurement and capital standards” vio la luz pública el 15 de julio de 1988. La primera sección está dedicada a definir los elementos constitutivos del capital. La segunda discute las ponderaciones por tipo de riesgo. La tercera propone un porcentaje de capital ponderado por riesgos, que los bancos deberían alcanzar a más tardar en 1992. Y, la cuarta, define mecanismos de transición cuya vigencia se extendería hasta 1992. *Basel Committee Publications*, No 4, julio de 1988.

RECUADRO 2

LA RELACIÓN DE COOK

El Acuerdo de Basilea, conocido como Basilea I, exige que los bancos originarios de los países del G-10, con operaciones a nivel internacional, mantengan niveles de capital iguales al menos al 8% de los activos totales, incluyendo los contabilizados por fuera del balance, después de aplicar coeficientes de ponderación de riesgo a dichos activos. La relación de Cooke puede escribirse así:

$$\begin{aligned} \text{Capital} \geq 0,08 & \{ [\sum \alpha_i \text{Activos de balance del tipo } i] \\ & + [\sum \alpha_i \beta_j \text{Activos fuera de balance del tipo } i, j] \\ & + [\sum \alpha_i \gamma_k \text{Contratos por fuera de balance de tasa de interés o tasa de cambio del tipo } i, k] \}, \end{aligned}$$

en donde i representa la naturaleza del deudor, j y k la naturaleza de la operación. Específicamente, se tienen las siguientes ponderaciones:

$\alpha_1 = 0$ para el efectivo, los préstamos a Estados miembros de la OCDE, sus bancos centrales y créditos respaldados por ellos, así como préstamos en monedas nacionales a otros Estados y bancos centrales,

$\alpha_2 = 0,2$ para préstamos a organizaciones internacionales, regiones y municipalidades dentro de la OCDE, bancos de la OCDE, y los de otros países, siempre y cuando su maduración no exceda de un año,

$\alpha_3 = 0,5$ para préstamos hipotecarios completamente respaldados por el activo hipotecado,

$\alpha_4 = 1,0$ para el resto de los préstamos, en particular los destinados a entidades no bancarias.

Para operaciones por fuera de balance la ponderación del deudor se multiplica por una ponderación $\beta_j \in \{0, 0,2, 0,5, 1,0\}$ que expresa lo riesgoso de la operación.

Para tasas de interés u operaciones de tasa de cambio (por ejemplo, *swaps*, futuros y opciones) la ponderación del deudor se multiplica por la ponderación γ_k , la cual se aplica sobre el nociional principal^{*}.

* Dewatripont y Tirole (1993, pp. 52 y 53).

Basilea I fue también el punto de partida de nuevos avances en la regulación bancaria a nivel universal. Si bien el acuerdo de 1988 concernía únicamente a la banca internacional, su acogida por la Unión Europea extendió su aplicación a toda la banca. Y, desde su expedición, Basilea I se ha adoptado voluntariamente en todos los continentes. El acuerdo fue designado para evolucionar a lo largo del tiempo. En la primera mitad de los noventa se modificó en un par de ocasiones, entre otros propósitos para precisar conceptos relacionados con el capital adecuado.

En 1996, el Comité modificó el texto del acuerdo de 1988 para dar cabida explícita a los riesgos de mercado provenientes de las posiciones abiertas de los bancos en los mercados financieros. Se aceptó que los bancos emplearan modelos internos para evaluar sus requerimientos de capital teniendo en cuenta los riesgos de mercado.

En 1999, el Comité dio un paso significativo en la historia de la regulación financiera internacional al proponer la sustitución del acuerdo de 1988 por uno diferente, más cercano a las nuevas realidades financieras internacionales. Se publicaron dos documentos consultivos, uno en 1999 y otro en 2001, con el propósito de explicar las bases de un nuevo acuerdo. Ya en estos dos textos se hicieron explícitos tres pilares sobre los cuales se afincaría el nuevo esquema regulador. Un nuevo documento consultivo para comentarios de los supervisores y de la banca internacional se publicó en

2003. Agotado este proceso de consulta, el nuevo acuerdo fue finalmente aprobado por consenso entre los miembros del comité el 11 de mayo de 2004, y su versión final se presentó a finales de junio del año en curso. El nuevo acuerdo de capital de Basilea o Basilea II, como se le conoce actualmente, responde especialmente a la necesidad de mejorar la exigencia de capital para los bancos grandes e internacionalmente activos, sin descuidar que aún existen bancos que no abarcan más allá de sus ámbitos nacionales. El objetivo final del nuevo acuerdo es exigir que el capital mínimo exigido refleje mejor la exposición de los bancos a los diferentes riesgos.

El Comité argumenta que la medida actual de capital regulador es una medida burda de la solvencia de un banco y no refleja con veracidad el perfil de riesgo de los bancos, especialmente de aquellos internacionalmente grandes y activos. Una de las debilidades de la metodología actual para medir la exposición de un banco ante el riesgo crediticio o de contraparte es que no permite una calibración del riesgo según las diferentes probabilidades de no pago. Además, aducen problemas de arbitraje regulador, en donde la medición del riesgo bajo la metodología actual diverge del verdadero riesgo económico. Los bancos han sabido explotar esta última diferencia a su favor, por ejemplo, al titularizar parte de sus carteras. Con el fin de solucionar en parte los problemas antes mencionados, Basilea II ha sido estructurado de acuerdo con tres pilares complementarios.

IV. ESTRUCTURA DEL NUEVO ACUERDO DE BASILEA, o BASILEA II

A. Pilar 1

El primer pilar define los requerimientos mínimos de capital para los bancos, basándose en la definición existente del Acuerdo de Basilea de 1988 (Basilea I), pero con unas adiciones y modificaciones. El acuerdo original de Basilea definió el capital mínimo requerido de un banco como la relación entre el capital regulador y los activos ponderados por riesgo de la entidad, y estableció que esta relación en ningún momento debía descender por debajo de 8%²⁴. Esta relación también es conocida como la relación de solvencia de una entidad y expresa cuánto capital hay de respaldo para cada operación del banco. La definición de capital regulador, el numerador de la relación de solvencia, no se ha modificado bajo el Nuevo Acuerdo de Basilea, pero sí su denominador. La definición de los activos ponderados por riesgo cambia en el nuevo acuerdo, es decir que se modifica la metodología utilizada para calcular el riesgo al que se encuentran expuestos los bancos.

Bajo el nuevo acuerdo se han identificado explícitamente tres tipos de riesgo. El primero de ellos es el riesgo crediticio, el cual

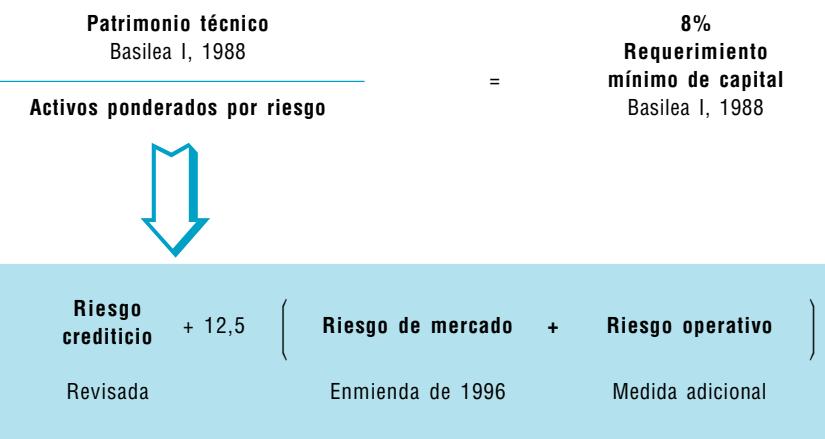
ya había sido identificado por Basilea I y era una de las razones principales detrás del acuerdo original. La metodología para su cálculo ha sido modificada por Basilea II, tal que sea más sensible a los riesgos expuestos y a la vez se han ampliado los mitigantes del riesgo como colateral o garantías. El segundo riesgo es la exposición de los bancos ante los movimientos en los mercados, lo que se conoce como el riesgo de mercado, y fue adicionado a Basilea I bajo la enmienda de 1996 y no pretende ser modificado por el nuevo acuerdo. Por último, en Basilea II se ha incluido el riesgo operativo como uno nuevo al que se encuentran expuestos los bancos; éste corresponde al enfrentado por los bancos debido a errores humanos (incluidos fraudes), errores computacionales o cualquier otro inconveniente operativo que pueda generarle pérdidas al banco. Este último riesgo ha mostrado ser relevante para la estabilidad de los bancos e inclusive su falta de control ha implicado la quiebra de bancos²⁵.

Al contrario de Basilea I, el nuevo acuerdo no pretende aplicar una misma metodología para la totalidad de los bancos, razón por la cual se presentan tres diferentes metodologías para el cálculo del riesgo crediticio. La primera metodología es la estándar y es la más simple de todas. Su forma de cálculo es muy similar a la exis-

²⁴ Para el caso colombiano, la relación de solvencia o requerimiento mínimo de capital la ha establecido la Superintendencia Bancaria como de 9%.

²⁵ Como ejemplo de su relevancia para la estabilidad de los bancos, se tiene la quiebra del Banco Barings de Inglaterra en 1995. Su quiebra se debió a las operaciones y altas exposiciones sin control de un comisionista en Singapur, quien ante una situación adversa del mercado generó pérdidas tales que el capital del banco fue insuficiente para respaldarlas.

Cuadro 1
Pilar I de Basilea II



Fuente: Federal Reserve Bulletiri. *Capital Standard for Banks. The Evolving Basel Accord*, 2003.

tente bajo el control de Basilea I, con la diferencia de que el riesgo o ponderación de una operación no está solamente definido según el destino del crédito sino también, por una calificación externa otorgada por una agencia calificadora de riesgo, otorgándole así, una mayor sensibilidad a los riesgos al requerimiento de capital y ajustarlo de modo más adecuado al riesgo que representan las contrapartes. La segunda y tercera metodologías permiten que el banco sea quien defina la cuantía de capital requerido para cada crédito según sus propias estimaciones de ciertos parámetros. Estas metodologías se conocen en Basilea II como las basadas en calificaciones internas o por sus siglas en inglés, metodologías IRB (*Internal Rating Based Approach*).

Las dos metodologías IRB definen el capital requerido con base en el cálculo de los componentes más importantes del riesgo

crediticio, según la información que han recolectado los bancos sobre sus clientes. Basilea II ha definido diferentes fórmulas para el cálculo de los requerimientos dependiendo del tipo de crédito. Sin embargo, todas tienen como insumos determinantes los siguientes cuatro componentes del riesgo: 1. la probabilidad de incumplimiento de la contraparte durante un período determinado de tiempo (PD); 2. el monto probable de las pérdidas dado el incumplimiento (LGD); 3. la exposición del banco en el momento del incumplimiento (EAD), y 4. el tiempo remanente hasta el vencimiento de la exposición (M). Para la primera metodología, o la IRB básica, el banco solamente debe calcular la probabilidad de incumplimiento de la contraparte (PD) para cada préstamo y el resto de los componentes los determina la entidad supervisora. Mientras que en la metodología IRB avanzada el banco está en la obligación de

calcular la totalidad de los componentes del riesgo crediticio según la información que ha recopilado sobre sus clientes y siguiendo procedimientos validados por la entidad supervisora.

B. Riesgo operativo

En Basilea II se han propuesto tres opciones diferentes para el cálculo del riesgo operativo de un banco. La primera de ellas es el indicador básico, el cual consiste en determinar el capital requerido para cubrir el riesgo operativo como una proporción fija del promedio de los ingresos

brutos de los últimos tres años. Esto con el fin de hacer sensible el riesgo operativo a la escala de las operaciones llevadas a cabo por los bancos. Basilea II ha definido que la proporción sea de 15%. Este enfoque se debe aplicar a aquellos bancos con una exposición baja relativa al riesgo operativo según el concepto de la entidad supervisora.

El enfoque estándar es la segunda opción, y también calcula el riesgo operativo como una proporción fija de los ingresos. Sin embargo, con base en esta metodología las actividades del banco se dividen en ocho

Cuadro 2
Ponderaciones del método estándar, según Basilea I y Basilea II

Tipo de riesgo	Basilea I Ponderaciones	Basilea II		Ponderaciones	
		Calificación de riesgo			
Soberano	0	AAA hasta AA-	0		
		A+ hasta A-	20		
		BBB+ hasta BBB-	50		
		BB+ hasta B-	100		
		Menor de B-	150		
		No calificadas	100		
Interbancario	20	Opción 1		Opción 2	
			< 3 meses	> 3 meses	
		AAA hasta AA-	20	20	20
		A+ hasta A-	50	20	50
		BBB+ hasta BBB-	100	20	50
		BB+ hasta B-	100	50	100
		Menor de B-	150	150	150
Hipotecario	50	No aplica		50	
Empresas	100	AAA hasta AA-	20		
		A+ hasta A-	50		
		BBB+ hasta BB-	100		
		Menor de BB-	150		
		No calificadas	100		

categorías, y los ingresos brutos provenientes de cada una de estas ramas tienen una ponderación diferente. El requerimiento de capital total del banco por concepto de este riesgo es la suma de los requerimientos por rama de actividad. Es importante anotar que tanto la metodología del indicador simple, como la del estándar, no permiten la mitigación del riesgo operativo por medio de la adquisición de seguros.

Por último, Basilea II establece la opción de utilizar el enfoque de medición avanzada (*Advanced Measurement Approach*, AMA). Mediante este enfoque los mismos bancos definirían su requerimiento de capital según los modelos internos de su propio desarrollo, siempre y cuando cumplan con el aval de la entidad supervisora. Los bancos que decidan utilizar esta opción están obligados a cumplir ciertos criterios cualitativos y cuantitativos, de tipo institucional y de información, respectivamente. El enfoque de medición avanzada permite a los bancos reducir su exposición al riesgo operativo por medio de la adquisición de seguros.

C. Pilar 2

La finalidad de este pilar es alentar a los bancos a desarrollar mejores técnicas de gestión de riesgos y velar porque los bancos cuenten con el capital necesario para cubrir su exposición a los diferentes riesgos. Este pilar parte del concepto de que un banco bien administrado debería contar con un capital en exceso del mínimo requerido por las entidades supervisoras y con sistemas de evaluación del riesgo que

identifiquen correctamente el perfil de riesgo de los bancos. Se pretende incentivar la interacción entre los bancos y la entidad supervisora, tal que se establezca un diálogo activo entre las dos partes, y así se logren identificar las deficiencias en la evaluación de la exposición a los riesgos.

D. Pilar 3

El último pilar hace referencia a la necesidad de desarrollar una mayor disciplina de mercado en los bancos. Para ello, los bancos y las entidades supervisoras deben llegar a un acuerdo sobre la divulgación de una mayor cantidad de información a los mercados y garantizar más transparencia de esta, tal que el mercado esté en capacidad de evaluar el perfil de riesgo individual de cada banco, y si su nivel de capitalización es el adecuado. Consecuentemente, Basilea II ha establecido una lista del tipo y la calidad de la información que debe estar disponible para el público.

La importancia del tercer pilar radica en que la disciplina de mercado es una forma de hacer contrapeso a la mayor libertad otorgada a los bancos en la definición de los requerimientos mínimos de capital, especialmente para aquellos que decidan adoptar cualquiera de las dos metodologías IRB.

V. CRÍTICAS Y DEBILIDADES DE BASILEA II

El Nuevo Acuerdo de Basilea a pesar de ser el resultado de varios años de perfec-

cionamiento continúa siendo objeto de críticas. Estas se pueden agrupar en tres temas esenciales que han sido abordados en las sucesivas versiones preliminares. La primera, y posiblemente la más ampliamente discutida es el carácter procíclico de los requerimientos de capital. La segunda es la previsible restricción en la cantidad de créditos hacia países emergentes, o el incremento en el costo de estos al sensibilizar los requerimientos de capital frente a los riesgos. La tercera es la complejidad del nuevo acuerdo y los costos asociados a su implementación, especialmente para aquellos bancos pequeños o no activos internacionalmente.

A. Carácter procíclico

La mayor sensibilidad de las diferentes metodologías de Basilea II en relación con los riesgos enfrentados por los bancos constituye un agravante para el buen desempeño de ellos y para el otorgamiento de crédito, ya que esta mayor sensibilidad acentúa los ciclos económicos.

La “procacicidad” en los requerimientos de capital se explica por el hecho según el cual, tanto las calificaciones de las agencias calificadoras de riesgos, así como los modelos internos de los bancos, se fundamentan en el cálculo de la probabilidad de incumplimiento (PD) para definir el riesgo representado por la contraparte, y esta PD fluctúa dependiendo del entorno macroeconómico. Como ejemplo, se puede considerar el escenario de una recesión, en la cual al desmejorar las condiciones macroeconómicas del país se produce un

aumento generalizado en la probabilidad de incumplimiento, lo que lleva a que las agencias calificadoras ajusten a la baja sus calificaciones sobre los diferentes agentes. Entonces, las contrapartes de los créditos se tornan más riesgosas para los bancos, obligándolos a aumentar el capital requerido para respaldar el portafolio de los créditos existentes. A su vez, este aumento desincentiva el otorgamiento de nuevos créditos al incrementar el precio sombra del capital para los bancos.

Según lo anterior, debido a la mayor sensibilidad de los bancos a los riesgos, los requerimientos de capital de ellos se incrementarían en la parte baja del ciclo económico, y se disminuirían en la parte alta. Esta “procacicidad” acentuaría los ciclos económicos al afectar la financiación de nuevos proyectos de inversión. Adicionalmente, si los bancos se encuentran en la mínima relación de solvencia exigida por la entidad supervisora, en la parte recesiva del ciclo se obligaría a los bancos a capitalizarse en el momento más difícil. Es en este aspecto en el que la correcta implementación del segundo pilar de Basilea se torna importante, ya que al establecer una relación de solvencia en exceso de la mínima durante ciclos económicos crecientes, permiten la existencia de un capital disponible para respaldar la cartera de créditos bajo entornos económicos adversos.

Sin embargo, existen estudios que han presentado soluciones al problema de “procacicidad” de Basilea II. Kashyap y Stein (2003) argumentan que el error de

Basilea está en definir una única función para el cálculo de los requerimientos de capital para todos los momentos en el tiempo, independientemente de la ubicación en el ciclo económico. Los autores discuten que debería existir una *familia* de fórmulas, en la cual cada una dependa del valor sombra del capital de los bancos de la economía²⁶. Según los autores, en los momentos de auge, es decir cuando el capital de los bancos es relativamente abundante y por lo tanto el valor sombra del capital de los bancos es alto, la fórmula para calcular los requerimientos mínimos de capital debería pretender cubrir el 99,9% de las situaciones. Pero, cuando el entorno económico es desfavorable, y por lo tanto, se torna relativamente costoso el capital de los bancos, la fórmula debería pretender cubrir un intervalo de confianza menor, por ejemplo, de 99,5%. Al contar con diferentes niveles de confianza, dependiendo del precio sombra del capital de los bancos, se logaría limitar o inclusive eliminar la “prociclicidad” de Basilea II.

En un entorno de mayor probabilidad de incumplimiento es óptimo para los bancos restringir el otorgamiento de crédito, y acentuar así el ciclo económico.

B. Costo y cantidad de préstamos

Con base en Basilea II, el monto de los préstamos desembolsados por parte de los bancos hacia los países en desarrollo se puede ver reducido y/o el costo aumen-

tado. Las nuevas metodologías enunciadas tienen como objetivo hacer más sensible el capital de los bancos a los riesgos, lo cual quiere decir que, ante una contraparte más riesgosa, las exigencias de capital son mayores que las de Basilea I. Pero lo contrario también es cierto, ya que una contraparte menos riesgosa exige menos capital de respaldo por parte del banco. Según el planteamiento actual de Basilea II, existe un incentivo a que el portafolio de los bancos se concentre en contrapartes menos riesgosas, ya que se castiga con una exigencia de capital mayor que las inversiones con calificaciones más bajas

Sin embargo, esto implica una reducción en los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Dado que en general los países emergentes poseen calificaciones inferiores a las de los países desarrollados, bajo el Nuevo Acuerdo de Basilea se estarían desincentivando las inversiones en los primeros. A pesar de que es deseable que el capital de los bancos posea una mayor sensibilidad a los riesgos, también es importante que los flujos de capital hacia los países emergentes no sean interrumpidos. Esto último no sólo por la necesidad de capital de estos países, sino también por los beneficios derivados de la diversificación del portafolio entre varios mercados y países.

Un estudio del BBVA muestra que al utilizar la metodología IRB, la cual será la adoptada por los bancos activos internacionalmente, los requerimientos de capital

²⁶ El precio sombra del capital de los bancos en una economía es la relación entre la escasez del capital de los bancos y los proyectos de inversión con un valor presente neto positivo.

aumentan para aquellos países con una calificación de riesgo inferior a BB+²⁷. Como simple referencia, esto significaría que los activos de los bancos en países como Brasil o Colombia tendrían que estar respaldados por una mayor cantidad de capital. Esto podría llegar a tener el nefasto impacto de reducir los flujos hacia estos países, ya que incrementaría el costo de uso del capital de los bancos hacia países emergentes. En el mismo estudio también argumentan que Basilea II no reconoce suficientemente los beneficios obtenidos por la diversificación del portafolio de los bancos, y por lo tanto, que desincentiva las inversiones en países emergentes.

Estudios de Griffith-Jones, Spratt y Segoviano (2002, 2003) han demostrado con datos empíricos la inexistencia de una relativa correlación entre los países emergentes y los mercados desarrollados, lo cual los lleva a concluir que el riesgo enfrentado por un banco con un portafolio distribuido entre países desarrollados y países en desarrollo es menor que el de un banco con un portafolio concentrado exclusivamente en países desarrollados. Las simulaciones realizadas por los autores obtienen como resultado que las pérdidas inesperadas de un portafolio no diversificado entre países emergentes y desarrollados son un 23% mayor que las de uno con inversiones en los dos tipos de países. Además, muestran que los be-

neficios de diversificación se mantienen aun bajo escenarios de crisis financieras, siempre y cuando el portafolio se encuentre bien diversificado a lo largo de un amplio número de países emergentes.

La solución propuesta al primer problema anterior es modificar en Basilea II los parámetros de la fórmula de cálculo de los requerimientos de capital para los activos de los bancos en países emergentes, así como ya existe en Basilea II una fórmula específica para los préstamos hacia las pequeñas y medianas empresas (SME por sus siglas en inglés)²⁸. Para el segundo problema, se ha propuesto que los beneficios de la diversificación se incluyan explícitamente en los requerimientos de capital. Es decir, que ante una mayor diversificación del portafolio, la exigencia de capital fuese menor. Estas dos soluciones deberían eliminar los incentivos existentes actualmente en Basilea II hacia la no posesión de activos en países emergentes por parte de los bancos, permitiendo así que no se vean restringidos los montos o encarecidos los préstamos hacia los países en desarrollo.

C. Complejidad

La mayor complejidad en el cálculo de los requerimientos de capital en Basilea II obliga a los bancos a incurrir en ciertos nuevos costos. Las también nuevas meto-

²⁷ Se utiliza la escala de calificación de Standard & Poor's, sin que esto exprese preferencia alguna por las agencias calificadoras de riesgo. La calificación equivalente utilizada por Moody's es Ba 1 y la de Fitch es idéntica a la de S&P.

²⁸ La solución del BBVA es una más próxima a la solución óptima encontrada por Kashyap y Stein para el problema de "prociclicidad", en la cual debería existir una familia de fórmulas con diferentes niveles de confianza. BBVA propone que el nivel de confianza de las fórmulas para calcular los requerimientos de capital de los activos en países emergentes sea proporcional a la calificación de dichos países.

dologías obligan a los bancos a recopilar información sobre sus clientes, tal que puedan calcular con mayor exactitud la probabilidad de incumplimiento. Este procedimiento implica que los bancos tendrán que incurrir en los costos de desarrollar modelos para estimar las probabilidades de incumplimiento de las contrapartes, y en los costos de recopilar y almacenar información.

El nuevo acuerdo obliga a los bancos que adopten la metodología IRB a contar con un mínimo de información de cinco años para sus modelos de estimación. Aquellos bancos que opten por la metodología IRB avanzada, están en la obligación de contar con un mínimo de siete años de información en sus modelos de estimación de la pérdida dado el incumplimiento. La consolidación de esta información no es fácil para países en desarrollo debido al bajo desarrollo de los mercados. Por esta razón, los requerimientos de información pueden llegar a representar un desincentivo adicional para las inversiones en países emergentes.

VI. LA REGULACIÓN BANCARIA EN COLOMBIA A LA LUZ DE BASILEA I Y BASILEA II

A. El avance normativo en relación con el Acuerdo de Basilea de 1988²⁹

En Colombia se avanzó en la adopción de las nuevas reglas sobre la relación de sol-

vencia, dentro del marco de las recomendaciones de Basilea, en el entendido de que sería un proceso largo y, por lo tanto, demandaría una buena cantidad de tiempo para aproximarse a los estándares internacionales.

Las primeras discusiones sobre el tema fueron abordadas por los asesores de la Junta Monetaria en agosto de 1989 (Documento A-022), en las cuales se recomienda un sistema moderno de regulación de capital. Un mes después, los mismos asesores hacen un análisis teórico de la relación de activos a patrimonio (Documento A-116) y de sus ventajas frente a la antigua de relación capital-pasivo.

La aplicación de las nuevas normas se llevó a cabo reduciendo al máximo los posibles traumatismos que pudieran causar al sector financiero. Con anterioridad a la nueva concepción, la suficiencia del capital consideraba de manera implícita los retiros masivos como el riesgo primordial de las entidades de crédito. Esta concepción era altamente inequitativa, ya que las instituciones financieras con similares volúmenes de pasivos debían tener similares montos exigibles de capital, y en esa dirección no consultaba las diferentes políticas de riesgo que cada una de ellas adoptaba para los créditos concedidos.

En este contexto, el capital cumpliría una nueva función como era servir de colchón de seguridad ante eventuales deterioros en la calidad de la cartera. El nuevo régí-

²⁹ "El capital adecuado según el Comité de Basilea", *Revista de la Superintendencia Bancaria*, Nos. 1 y 2, enero de 1989.
"Las nuevas regulaciones sobre capital adecuado", *Revista de la Superintendencia Bancaria*, No. 20, junio de 1994.

men permitiría no sólo mantener en consonancia el capital y el nivel de riesgo de los activos adoptado por cada entidad, sino también involucrar otras cuentas contingentes fuera de balance que a través de los años se habían presentado.

Las sugerencias del Comité fueron, en principio, recogidas por las autoridades en el Decreto 673 y 806 de 1994. En cuanto a la conformación del patrimonio básico, se tuvo en cuenta solamente aquel que representara un ingreso efectivo de recursos, el cual estaba dado por los aportes de los accionistas mediante acciones ordinarias o preferenciales. Aquí aparece una diferencia con Basilea I, el cual no reconoce las acciones preferentes acumulativas como parte del capital básico. Otro rubro importante en Colombia, y que conforma el capital de primer nivel, es el capital-garantía, y que por ser una cuenta *sui generis* no es considerada por Basilea.

Tal como lo propone Basilea I, en Colombia todas las reservas (estatutarias y occasionales) también forman parte del capital primario. Sin embargo, el tratamiento que se le da a las utilidades no distribuidas difiere de lo sugerido por el Comité, ya que en este país tales utilidades son computables dentro del mencionado capital en una proporción equivalente al porcentaje capitalizado en la última distribución de utilidades.

El crédito mercantil, o mejor conocido como *good will*, que representa la prima pagada por una entidad financiera cuan-

do adquiere los activos de otra, no se registra con frecuencia en Colombia, dadas las circunstancias adversas en que han sido absorbidas las entidades de crédito. De cualquier modo, debido a la naturaleza intangible de este activo, Basilea sugiere deducirlo del patrimonio básico.

Otros rubros que quizás fueron importantes en su momento, pero que ahora no forman parte del sistema contable del sector financiero colombiano, son los provenientes de los ajustes por inflación, tal como las revalorizaciones del patrimonio, las cuales si eran negativas se deducían del capital básico.

En Colombia, las reservas para revalorización de activos si bien se registran dentro del capital adicional, difieren sutilmente de lo acordado en Basilea. Mientras que en el país se admite hasta un 50% de la revaluación de los activos frente a su costo histórico, en Basilea se aplica un descuento del 55% de dicha revalorización. Los bonos convertibles en acciones (Boceas), que cumplieron un papel significativo en la capitalización del sector financiero en la crisis del primer quinquenio de la década de los ochenta, se registran en Colombia como parte del mencionado capital en concordancia con lo sugerido por el Comité.

Entre los acuerdos dispuestos por el Comité de Basilea existe una deducción que se hace del total del capital adecuado, y son las inversiones en empresas subsidiarias bancarias y financieras no consolidadas y las inversiones en el capital de otros

bancos e instituciones financieras. En Colombia este tipo de deducciones es más estricto, por cuanto se hace sobre el capital básico y no sobre el capital adecuado.

En consonancia con lo dispuesto en Basilea, la suma del capital básico y el adicional conforman el capital adecuado. Además, como el capital básico no puede ser inferior al 50% del capital total (adecuado), y por consiguiente el capital adicional no debe ser superior al básico, cualquier deducción que se haga al capital de primer nivel va a afectar de manera equivalente el capital secundario.

De otro lado, las categorías de los activos ponderados por riesgo que se contemplan en Colombia son las mismas establecidas en Basilea. No obstante, vale la pena resaltar algunas diferencias. Por ejemplo, los activos que reciben una ponderación de 0% son los créditos que se otorgan a gobiernos o bancos centrales, inversiones en bonos u otros títulos emitidos por el Gobierno, entidades multilaterales o bancos centrales. En la actualidad, dentro de este grupo se encuentran los títulos de deuda pública interna garantizados por la nación TES, bonos colocados en el mercado internacional.

Quizás es una de las ventajas en la ponderación de los activos referidos a nivel internacional con respecto a Basilea I que en Colombia se utilizan cada vez con mayor frecuencia las calificaciones de las cali-

fadoras de riesgo (Standard and Poor's, Duff and Phelps y Moody's) para categorizar no sólo a tales activos en los niveles más bajos, ya sea 0% o 20%³⁰, sino a otros activos que pueden llegar hasta el 100% (v. gr. inversiones privadas de títulos emitidos por entidades vigiladas o no por la Superintendencia Bancaria). Basilea, en cambio, para ese efecto tiene en cuenta si los activos señalados pertenecen o no al grupo de países de la OCDE.

Los créditos garantizados por hipotecas coinciden también al ponderar al 50%, ya que son considerados de alta seguridad pero de baja liquidez. En los acuerdos de Basilea se está tratando de llegar a un consenso para disminuir su ponderación; sin embargo, la experiencia en Colombia, con la reciente crisis financiera y los altos niveles de cartera vencida hipotecaria, pone en tela de juicio su conveniencia.

Por lo demás, los activos que ponderan al 20% y los que ponderan al 100% en Colombia son prácticamente los mismos dispuestos por el Comité. Por ejemplo, dentro de esta última categoría están la cartera de créditos otorgada a entidades diferentes al Gobierno y al banco central, y otras inversiones entre entidades que no son vigiladas por la Superintendencia Bancaria.

Respecto a las cuentas fuera de balance, en Colombia las normas de ponderación son en general más flexibles que Basilea I. Así, por ejemplo, los créditos no desem-

³⁰ "Las nuevas regulaciones sobre capital adecuado", en *Revista de la Superintendencia Bancaria*, No. 20, junio de 1994, Bogotá.

bolsados, las operaciones de apertura de crédito, incluidas las tarjetas de crédito, tienen en el país una ponderación más baja (20%) que lo establecido por el Comité (50%). Igualmente, las contingencias de crédito como las cartas de crédito, los avales y garantías, reciben una ponderación del 50%, en tanto que en los acuerdos de Basilea son del 100%.

Finalmente, mientras que la relación de solvencia, la razón entre el capital adecuado o patrimonio técnico³¹ (capital básico más el adicional) y activos ponderados por riesgo, sugerida por el Comité, es de 8%, en Colombia es del 9%.

B. Riesgo de mercado³²

Si bien en un principio, los acuerdos de Basilea hicieron una aproximación a los riesgos en que se veía involucrado un banco, además del riesgo crediticio o riesgo de contraparte, ya estudiado en la anterior sección, existían otros riesgos latentes al tener activos en inversiones que estaban expuestas a diferentes riesgos. Estos riesgos se discriminaban en riesgo-país, riesgo de liquidez, riesgo de tasas de interés y riesgo de tasa de cambio. Por su parte, el Comité de Basilea ha clasificado los riesgos de la siguiente manera: riesgo crediticio, de liquidez, de mercado y de conglomerado. Sin embargo, se han concentrado en la medición y control de los riesgos de mercado. Los otros como el

riesgo-país podrían evaluarlos por las entidades calificadoras de riesgo.

La volatilidad en las tasas de cambio y en las tasas de interés configuran el riesgo a las que están expuestas las inversiones de los activos de las instituciones financieras. De aquí que un primer avance en medir este tipo de riesgo en Colombia se llevó a cabo con la aplicación de las resoluciones 200 y 500 de 1995 de la Superintendencia Bancaria, fundamentadas, por supuesto en los acuerdos de Basilea I, y que se constituyen en una adición a lo ya establecido en las normas de capital adecuado. En esas resoluciones se fijó un marco moderno de valoración de las inversiones que reflejaría su verdadero valor de mercado. Por lo tanto, se dejaría de lado el método de la valoración histórica, que en ningún momento revelaba los precios reales del mercado ni el valor económico de los portafolios.

Sin embargo, en el camino se hallaron grandes obstáculos para la aplicación de las normas. En primer lugar, no se contaba con suficiente información e indicadores que pudieran tomarse como referencia de mercado para valorar las inversiones, dado el desarrollo incipiente del mercado de capitales en Colombia. En segundo lugar, las entidades financieras estaban en desacuerdo con el establecimiento y aplicación de tales normas, ya que según ellas, distorsionaban el mercado.

³¹ En Colombia el capital adecuado difiere del patrimonio técnico, en que el primero es el capital deseable del 9% de los activos ponderados por riesgo, mientras que el segundo es el capital observable de las instituciones financieras.

³² Esta sección se elaboró con base en varios artículos aparecidos en las revistas de la Superintendencia Bancaria sobre la valoración de inversiones.

Una vez superados los anteriores obstáculos mediante la creación de nuevos indicadores y la recopilación de nueva información de los títulos que se ofrecían en el mercado, y con el afianzamiento de una nueva cultura acerca del cambio filosófico en la administración de portafolios, se dio el paso siguiente, cual era el de medir la volatilidad en el mercado de las tasas de interés y las tasas de cambio. De cualquier manera, es un hecho que la valoración a precios de mercado ha obligado a los inversionistas a observar detenidamente aspectos de los títulos que antes ni se cuestionaban, como eran dichas volatilidades, que estaban muy relacionadas con los plazos de maduración y con la duración de los títulos.

Estos riesgos fueron tratados en Basilea, estructurando metodologías que permitieran medir los riesgos de mercado. En Colombia fueron desarrolladas bajo la normatividad contenida en la Circular Externa 042 de 2001 de la Superintendencia Bancaria, y complementadas con las circulares 007 de 2002 y 031 de 2003 expedidas por el mismo organismo. Allí se establecen las definiciones de riesgo de mercado, y se explican los modelos estándar y modelos internos. Los primeros los desarrolla y explica directamente la Superintendencia Bancaria en la mencionada circular, y pueden ser acogidos por las entidades financieras. Los segundos pueden ser desarrollados por las mismas entidades financieras y aprobados por la Superintendencia Bancaria.

C. El sistema de administración de riesgo crediticio (SARC) y Basilea II

El SARC ha sido establecido por la Superintendencia Bancaria desde marzo de 2002 con el fin de mejorar la medición del riesgo crediticio por parte de las entidades financieras. Su completa implementación se ha definido en tres fases. La primera es el diseño de la estructura de los modelos del SARC. La segunda, la creación o recopilación de la información necesaria para la construcción de las bases de datos. La tercera es la aplicación de las metodologías para el cálculo de las provisiones. El plazo para la terminación de la tercera fase era el 31 de diciembre de 2003, fecha a partir de la cual durante un año debía entrar en operación simultánea el sistema de provisiones del SARC, conjuntamente con la metodología anterior. La Superintendencia definió el 2004 como “(...) un período de prueba previo a la entrada en funcionamiento de las metodologías para el cálculo de pérdidas esperadas”³³.

El SARC comparte parcialmente la filosofía de la metodología IRB de Basilea II, en donde se establece que las entidades financieras son las más indicadas para definir sus propios niveles de riesgo crediticio, ya que cuentan con la mejor información sobre sus clientes. Sin embargo, existe una diferencia entre las dos metodologías. Basilea II, por medio de la metodología IRB, pretende definir el capital necesario para cubrir las pérdidas inesperadas de sus

³³ Superintendencia Bancaria, Circular Externa 30, 20 de junio de 2003.

operaciones crediticias, mientras que el SARC pretende identificar a través de modelos internos el monto de provisión necesario para cubrir las pérdidas esperadas. En ningún caso los modelos utilizados bajo el SARC pretenden definir el capital requerido del banco, sino las provisiones obligatorias que deben tener los bancos para cada operación crediticia.

Los modelos utilizados bajo el SARC, al igual que la metodología IRB, pretenden identificar por medio de modelos internos la probabilidad de incumplimiento de los deudores y la pérdida, dado el incumplimiento, para así lograr calcular la exposición al riesgo crediticio. La identificación de estos dos insumos requiere que las entidades financieras recopilen y construyan

amplias bases de datos sobre el comportamiento de sus clientes, sobre los cuales se puedan hacer inferencias estadísticas. La mayor virtud de la aplicación del SARC, aparte de unas provisiones más acordes con las pérdidas esperadas de las entidades, es que obliga a los bancos a desarrollar modelos internos de valoración del riesgo crediticio, para lo cual la Superintendencia Bancaria exige la construcción de las mismas bases de datos requeridas para la implementación de la metodología IRB de Basilea II. La completa implementación del SARC en Colombia no solo mejora la valoración de las pérdidas esperadas por riesgo crediticio en el sistema financiero, sino que prepara el camino para la completa implementación de Basilea II.

REFERENCIAS

- Basel Committee Publications, BIS (1982). "Management of Banks' International Lending", Dirección electrónica: www.bis.org, marzo.
- _____. (1983). "Principles for the supervisión of banks' foreign establishments", Information flows between banking supervisory authorities, mayo.
- _____. (1988). "International convergence of capital measurement and capital standards", julio de 1988, abril de 1990.
- _____. (1992). "Minimum standards for the supervisión of international banking groups and their cross-border establishments", julio.
- _____. (1996). "The Supervision of Cross-Border Banking", octubre.
- BBVA (2003). "Impacto de BIS II sobre los requerimientos de capital en países emergentes: efectos de la diversificación y nivel de confianza implícito", julio, dirección electrónica:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/regcapital/docs/cp3/contributors-list/spanish-association-banks-annex1_es.pdf
- Catarineu-Rabell, Eva; Jackson, Patricia; Tsomocos, Dimitiros (2002). "Procyclicality and the new Basle Accord – bank's choice of loan rating system", documento de trabajo, Banco de Inglaterra, No. 181.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2003). "El nuevo de capital de Basilea", documento consultivo, Banco de Pagos Internacionales, abril.
- Cooke, W. P. (1981). "Developments in cooperation among banking supervisory authorities", en Banco de Inglaterra, *Quarterly Bulletin*, junio, Vol. 21, No. 2.
- _____. (1982). "The role of the banking supervisor", en Banco de Inglaterra, *Quarterly Bulletin*, diciembre, Vol. 22, No 4.
- Dewatripont, M.; Tirole, J. (1994). *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, Londres.
- Federal Reserve Bulletin (2003). "Capital Standards for Banks: The Evolving Basel Accord", en *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Vol. 89, No. 9, pp. 395-405.
- Griffith-Jones, Stephany; Spratt, Stephen; Segoviano, Miguel (2003). "Submission to the Basel Committee on Banking Supervision: CP3 and the Developing World", en documento enviado al comité de Basilea en julio, como comentario del CP3.
- _____; _____. (2002). "El nuevo acuerdo de capitales de Basilea y los países en desarrollo: temas, implicaciones y propuesta de política", en *Boletín*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), Vol. 48, No. 1, pp. 45-49.
- Haberman, G. (1987). "Capital requirements of commercial and investment banks: Contrasts in regulation", en *Quarterly Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York.
- Hayward, P. (1987). "Basle Committee on Banking Supervision", en John Eatwell *et al.* (eds). *The New Palgrave: a dictionary of economics*, Macmillan Press Limited, Londres.
- Kapstein, E. (1992). "La supervisión de bancos internacionales: orígenes y repercusiones del Acuerdo de Basilea", en *Boletín* del CEMLA, mayo-junio.
- Kashyap, Anil K.; Stein, Jeremy C. (2004). "Cyclical implications of the Basle II capital standards", en *Economic Perspectives*, Banco de la Reserva Federal de Chicago, Vol. 28, 1, pp. 19-31.

-
-
- McKinnon, R. I. (1979). *Money in international exchange: the convertible currency system*, Nueva York, Oxford University Press.
- Poncarbo de Rato, Antonio (2002). "Basilea II: Las nuevas normas internacionales de solvencia", en *Información Comercial Española*, Ministerio de Economía, No. 801, agosto-septiembre, pp 35-50.
- Pecchioli, R. M. (1983). *The internationalization of banking. The policy issues*, OECD, París.
- Revista de la Superintendencia Bancaria*, Nos. 1 y 2, enero de 1989, y No. 20 de junio de 1994.
- Solomon, R. (1982). *The International Monetary System, 1945-1981*, London: Harper and Row, 1982.
- The Economist*, 2004. "Bothersome Basel", April 17, 2004.
- Tobin, G. (1991) "National rules, global money", tesis de doctorado, Universidad de Harvard. Escuela John F. Kennedy de Administración Pública. Cambridge.