



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Septiembre de 2014



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Septiembre de 2014

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1692 - 4029

CONTENIDO

Resumen ejecutivo	9
I. Entorno macroeconómico	13
A. Entorno internacional	13
B. Mercados financieros locales	21
II. Sistema financiero	27
A. Situación actual del sistema financiero	27
B. Establecimientos de crédito	31
C. Instituciones financieras no bancarias	38
Recuadro 1: Reestructuración de créditos en Colombia	53
III. Situación actual y perspectivas de los deudores del sistema financiero	58
A. Exposición de los establecimientos de crédito a sus principales deudores	58
B. Sector corporativo privado	60
C. Hogares	69
Recuadro 2: Análisis de la cartera de infraestructura y de los riesgos asociados con los proyectos de cuarta generación	76
Recuadro 3: Ejercicio de estrés sobre la carga financiera del sector corporativo privado colombiano	80
Recuadro 4: Sector solidario	85
IV. Riesgos del sistema financiero	92
A. Riesgo de mercado	95
B. Riesgo de crédito	103
C. Riesgo de liquidez	120
D. Análisis conjunto de riesgos	122
Recuadro 5: Indicador de riesgo sistémico para la economía colombiana	136
Recuadro 6: Identificando señales de alerta temprana para el mercado monetario en Colombia	138
Recuadro 7: Efecto en el sistema financiero colombiano de la “salida” de una entidad	144
V. Regulación financiera	147
A. Riesgo de liquidez de sociedades comisionistas de bolsa y valores: Circular Externa 10 de 2014 de la Superintendencia Financiera de Colombia	147

B. Regulación enfocada a promover la inclusión financiera: Resolución CRC 4458 de 2014 de la Comisión de Regulación de Comunicaciones, Ley 1731 de 2014 y Decreto 457 de 2014 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público	149
C. Compra y venta de cartera de créditos: Circular Externa 008 de 2014 de la Superintendencia de la Economía Solidaria y Circular Externa 004 de 2013 de la Superintendencia Financiera de Colombia	152
D. Financiación de infraestructura de cuarta generación (4G): Decreto 816 de 2014 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público	153
E. <i>Leasing</i> habitacional: Decreto 1058 de 2014 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público	156
F. Segundo mercado: Decreto 1019 de 2014 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público	158

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crecimiento trimestral del PIB de los Estados Unidos	15
Gráfico 2	Tasa de desempleo y PMI manufacturero para los Estados Unidos	15
Gráfico 3	Índice PMI compuesto de Markit	16
Gráfico 4	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años en algunos países europeos	16
Gráfico 5	EMBI+ para algunos países de América Latina	20
Gráfico 6	Precio de los <i>commodities</i>	20
Gráfico 7	Curva <i>spot</i> de Colombia	22
Gráfico 8	Tasa cero cupón de los TES y tasa de referencia del Banco de la República	23
Gráfico 9	Tasa cero cupón a 10 años para algunos países de América Latina	23
Gráfico 10	Promedio simple y ponderado de los <i>bid ask spreads</i>	24
Gráfico 11	Tasas del mercado monetario	25
Gráfico 12	Monto de colocaciones de deuda privada, por plazo y moneda para el primer semestre de cada año	25
Gráfico 13	Índices accionarios para algunos países de América Latina	26
Gráfico 14	Volúmenes de negociación y volatilidad condicional (COLCAP)	26
Gráfico 15	Activos de los establecimientos de crédito	31
Gráfico 16	Participación porcentual de las inversiones y la cartera bruta en el total de los activos de los establecimientos de crédito	31
Gráfico 17	Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito	32
Gráfico 18	Inversiones de los establecimientos de crédito	33
Gráfico 19	Profundización financiera (cartera/PIB)	33
Gráfico 20	Composición del pasivo de los establecimientos de crédito	33
Gráfico 21	Balance de los establecimientos de crédito	34
Gráfico 22	Cambios en los componentes de la utilidad de los establecimientos de crédito	35
Gráfico 23	Indicadores de rentabilidad	36
Gráfico 25	Solvencia ponderada	37
Gráfico 24	Relación de solvencia de los establecimientos de crédito	37
Gráfico 26	Margen de intermediación <i>ex ante</i> , usando la tasa pasiva de los CDT	38
Gráfico 27	Margen de intermediación <i>ex post</i>	38
Gráfico 28	Valor y crecimiento real de los fondos de pensiones	41
Gráfico 29	Rentabilidad de los últimos 5 años promedio de los FPO	42
Gráfico 30	Rentabilidad bianual de los fondos de cesantías y rentabilidad mínima	42
Gráfico 31	Composición del portafolio de los FPO frente a los límites legales vigentes	44
Gráfico 32	Distribución de los activos administrados por las sociedades fiduciarias por tipo de negocio	45
Gráfico 33	Composición de las inversiones de las SFD	46
Gráfico 34	Composición de los fondos de inversión colectiva de naturaleza abierta administrados por las SFD	46
Gráfico 35	Composición de los activos de las SCB	47
Gráfico 36	Composición de los ingresos de las SCB	47
Gráfico 37	Composición de las comisiones y de la venta de inversiones de las SCB	48

Gráfico 38	Composición de las inversiones SCB y SAI	49
Gráfico 39	Composición de los fondos de inversión colectiva de naturaleza abierta administrados por las SCB	49
Gráfico 40	Portafolio de inversiones de las CS	51
Gráfico 41	Deuda financiera del sector corporativo privado como proporción del PIB	60
Gráfico 42	Composición sectorial del sector corporativo privado al 31 de diciembre de 2013	62
Gráfico 43	Indicador agregado de desempeño financiero vs. IC y concentración en el saldo de la cartera comercial por sector económico a diciembre de 2013	66
Gráfico 44	Algunos indicadores del sector corporativo privado para el período 2000-20013	68
Gráfico 45	Composición y crecimiento real anual del endeudamiento de los hogares	70
Gráfico 46	Crecimientos reales anuales del gasto en consumo de los hogares, PIB per cápita y de la cartera de consumo	71
Gráfico 47	A. Carteras de consumo y de vivienda sobre PIB B. Carteras de consumo y de vivienda sobre ingreso disponible	72
Gráfico 48	Cambios en las exigencias en la asignación de nuevos créditos en la cartera de consumo	73
Gráfico 49	<i>Loan to value</i>	73
Gráfico 50	A. Composición y crecimiento real anual de los depósitos de los hogares B. Composición de los CDT por sector	74
Gráfico 51	Carga financiera de los hogares	74
Gráfico 52	Carga financiera de los hogares por modalidad de crédito	75
Gráfico 53	Índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo	75
Gráfico 54	Índices de intención de compra de vivienda y bienes durables	75
Gráfico 55	Mapa de estabilidad financiera	93
Gráfico 56	VaR de los establecimientos de crédito como porcentaje del saldo expuesto	102
Gráfico 57	VaR de las IFNB como porcentaje del saldo expuesto	103
Gráfico 58	VaR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto	103
Gráfico 59	Indicador de calidad de cartera por modalidad de crédito: cartera riesgosa/cartera bruta	104
Gráfico 60	Crecimiento real anual de la cartera riesgosa	104
Gráfico 61	Indicador de mora: cartera vencida/cartera bruta	105
Gráfico 62	Crecimiento de la cartera vencida con <i>leasing</i> y de las provisiones por modalidad	107
Gráfico 63	Indicador de cubrimiento (provisiones/cartera vencida)	108
Gráfico 64	A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar B. Históricos de la probabilidad de permanecer y su balance	109
Gráfico 65	IC de las cosechas en el momento que nacen y la observado a seis meses, un año y dos años después	110
Gráfico 66	A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de consumo B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de consumo	111

Gráfico 67	IC de las cosechas en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después	112
Gráfico 68	A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de vivienda B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de vivienda	113
Gráfico 69	IC de las cosechas de vivienda en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después	113
Gráfico 70	A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de microcrédito B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de microcrédito	114
Gráfico 71	IC de las cosechas en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después	114
Gráfico 72	Sendas de las variables macroeconómicas	116
Gráfico 73	Evolución del indicador de mora durante el escenario estresado	117
Gráfico 74	Evolución del ROA durante el escenario estresado	118
Gráfico 75	Evolución de la solvencia de los bancos durante el escenario estresado	118
Gráfico 76	Probabilidad de auge de crédito para uno y dos trimestres adelante, con datos hasta el primer trimestre de 2014	120
Gráfico 77	A. Evolución del IRL_R a siete días por grupos de intermediarios B. IRL_R calculado para el horizonte de treinta días por grupos de establecimientos	121
Gráfico 78	Componentes del flujo de caja semanal	122
Gráfico 79	Participación por sector en las captaciones de los EC	124
Gráfico 80	Ejercicio de sensibilidad sobre el IRL_R a treinta días	128
Gráfico 81	Fragilidad financiera estimada (sector bancario)	130
Gráfico 82	Predicción de la probabilidad de fragilidad financiera	130
Gráfico 83	Índice de riesgo sistémico	131
Gráfico 84	Índice de estabilidad financiera	133
Gráfico 85	Índice de estabilidad financiera por tipo de entidad	135

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Crecimiento económico	14
Cuadro 2	Indicadores para algunos países de América Latina y el Caribe	19
Cuadro 3	Saldo y participación del activo de los principales grupos de entidades que conforman el sistema financiero colombiano a junio de 2014	28
Cuadro 4	Composición del activo por grupos de entidades a junio de 2014	29
Cuadro 5	Utilidades anualizadas del sistema financiero por grupo de entidad	29
Cuadro 6	Indicadores de rentabilidad del sistema financiero por grupo de entidad	30
Cuadro 7	Activos de las IFNB	39
Cuadro 8	Resultados neto, técnico y producto de inversiones sobre primas emitidas	50
Cuadro 9	Índice combinado	51
Cuadro 10	Exposición de los establecimientos de crédito a sus principales deudores	59
Cuadro 11	Número de empresas del sector corporativo privado y su representatividad en la cartera comercial	61
Cuadro 12	Situación de los indicadores financieros del sector corporativo privado a diciembre de 2013	63
Cuadro 13	Dimensiones y variables del MEF	93
Cuadro 14	Saldo de TES expuesto a riesgo de mercado de las entidades financieras (TES en pesos y UVR)	97
Cuadro 15	Duración del portafolio de TES de las entidades financieras/ (TES en pesos y UVR)	98
Cuadro 16	Pérdidas por valoración ante un incremento de 400 pb como porcentaje del patrimonio	100
Cuadro 17	VaR promedio de seis meses	102
Cuadro 18	Matriz de transición de la cartera comercial	109
Cuadro 19	Matriz de transición para el total de la cartera de consumo	111
Cuadro 20	Matriz de transición para el total de la cartera de vivienda	112
Cuadro 21	Matriz de transición para el total de la cartera de microcrédito	114
Cuadro 22	Evolución de la utilidad en cada período a causa del choque extremo	117
Cuadro 23	Concentración de los depósitos por sector	123
Cuadro 24	Concentración de las captaciones por clientes principales y por monto	126
Cuadro 25	Elementos del ejercicio de sensibilidad	127
Cuadro 26	Choques empleados en el escenario de estrés sobre el indicador IRL a treinta días	127
Cuadro 27	Monto máximo que pueden invertir algunas IFNB en los proyectos de infraestructura de 4G	156
Cuadro 28	Comparación de aspectos relevantes entre el mercado principal y el segundo mercado	159

RESUMEN EJECUTIVO

Durante el primer semestre del año la débil demanda mundial, la caída en los precios de exportación de algunos países y el bajo dinamismo de la inversión llevaron a una reducción de los pronósticos de crecimiento para la mayoría de las economías de América Latina y el Caribe. En contraste, la economía colombiana muestra señales de fortaleza y se espera un crecimiento en 2014 igual o superior al de 2013, lo cual se ha visto reflejado en valorizaciones del mercado de renta variable. En cuanto al mercado de deuda pública, se observó un aplanamiento de la curva de rendimientos, en parte como respuesta al aumento de la tasa de referencia del Banco de la República.

En cuanto a las cuentas activas de los establecimientos de crédito, el crecimiento de la cartera bruta permaneció estable y el de las inversiones disminuyó. En consecuencia, la participación de estas últimas en el activo se redujo. Por el lado del pasivo, la composición no mostró cambios sustanciales, siendo las cuentas de ahorro, los CDT y las cuentas corrientes las captaciones de mayor participación. En términos de rentabilidad, el ROA y el ROE se estabilizaron como consecuencia de la mejor dinámica registrada por las utilidades, después de que ambos indicadores habían presentado una tendencia decreciente desde junio de 2013.

Al final del primer semestre de 2014 el portafolio de inversiones de las instituciones financieras no bancarias estuvo compuesto en su mayoría por títulos de deuda pública. El saldo de este portafolio aumentó en relación con lo observado en diciembre de 2013, impulsado principalmente por el comportamiento de los portafolios administrados por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y las sociedades fiduciarias. Estos pasaron de registrar pérdidas a exhibir ganancias, lo cual llevó a un incremento de los indicadores de rentabilidad de las instituciones financieras no bancarias.

Entre junio de 2013 y el mismo mes de 2014 la exposición de los establecimientos de crédito a sus diferentes deudores aumentó, principalmente por el mayor endeudamiento de los hogares. Esto estuvo acompañado de mayores niveles de carga financiera, por lo que la proporción de ingresos que los hogares debieron destinar al servicio de la deuda fue más alta que la observada durante 2013. Los indicadores de expectativas e intención de compra se mantienen en niveles positivos y altos y la carga financiera se encuentra en su mayor nivel en lo corrido del siglo.

Por otro lado, aumentó la deuda financiera del sector corporativo privado como proporción del PIB. Los créditos con instituciones financieras nacionales fueron su principal fuente de financiación, seguidos por los créditos con instituciones del exterior y los bonos. Para la muestra estudiada del sector corporativo privado, los

indicadores financieros a diciembre de 2013 muestran una buena situación de liquidez, un mayor crecimiento en el activo y menores niveles de riesgo de crédito. Sin embargo, lo anterior estuvo acompañado de una menor rentabilidad, un mayor endeudamiento y aumentos de la carga financiera.

Encontramos que la exposición al riesgo de mercado se redujo para los establecimientos de crédito, mientras que aumentó para las instituciones financieras no bancarias debido al incremento de los saldos de deuda pública en sus portafolios y a un aumento en la duración de los mismos. Ese incremento en duración hace que el valor sea más sensible ante variaciones en las tasas. De esta forma, al suponer un aumento de 400 puntos básicos en la curva cero cupón de los TES, se encuentra que las pérdidas ocasionadas por el choque aumentarían con respecto a seis meses atrás para las instituciones financieras no bancarias y disminuirían para los establecimientos de crédito. Entretanto, el cálculo de la máxima pérdida probable del portafolio del sistema financiero registró una reducción durante el semestre, debido a la menor volatilidad del mercado.

En términos de riesgo de crédito, aumentó el indicador de morosidad de la cartera y bajó el indicador de calidad. Al evaluar la solidez del sistema ante un choque macroeconómico adverso, encontramos que el deterioro de la cartera afecta los niveles de rentabilidad y de la relación de solvencia, sin llegar esta última a un valor inferior al mínimo regulatorio. Por otra parte, los establecimientos de crédito presentaron un menor nivel de liquidez, explicado principalmente por el comportamiento de los bancos. No obstante, este indicador continúa ubicándose en niveles superiores a los exigidos por la regulación, incluso ante escenarios hipotéticos de poca liquidez.

Al realizar un análisis conjunto de riesgos podemos concluir que la situación del sistema financiero es de fortaleza. Por una parte, el análisis prospectivo de posibles situaciones de fragilidad en el sistema bancario sugiere que la probabilidad de experimentar una situación excepcional de riesgo es baja. De la misma forma, el indicador de riesgo sistémico confirma que el sistema financiero no presenta altos niveles de estrés contemporáneo. Por último, los resultados del índice de estabilidad financiera señalan un deterioro en la situación del sistema financiero como resultado de menores niveles de liquidez; sin embargo, el índice agregado permanece en niveles favorables con respecto al promedio histórico.

José Darío Uribe Escobar
Gerente General

REPORT DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Elaborado por:
Departamento de Estabilidad Financiera
**Subgerencia Monetaria y de Inversiones
Internacionales**

En virtud del mandato otorgado por la Constitución Política de Colombia y de acuerdo con lo reglamentado por la Ley 31 de 1992, el Banco de la República tiene la responsabilidad de velar por la estabilidad de los precios. El adecuado cumplimiento de esta tarea depende crucialmente del mantenimiento de la estabilidad financiera.

La estabilidad financiera se entiende como una situación en la cual el sistema financiero intermedia eficientemente los flujos financieros, contribuyendo a una mejor asignación de los recursos y, por ende, al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Por ello, la inestabilidad financiera afecta directamente la estabilidad macroeconómica y la capacidad del Banco de la República de cumplir con su objetivo constitucional, lo cual resalta la necesidad de promover el monitoreo y el mantenimiento de la estabilidad financiera.

Las tareas que el Banco de la República lleva a cabo con el objeto de promover la estabilidad financiera son las siguientes: en primer lugar, el Banco es responsable de garantizar el funcionamiento correcto del sistema de pagos de la economía colombiana; segundo, el Emisor otorga liquidez al sistema financiero por intermedio de sus operaciones monetarias y haciendo uso de su carácter constitucional de prestamista de última instancia; en tercer lugar, el Banco contribuye, junto con la Superintendencia Financiera de Colombia y en su carácter de autoridad crediticia, al diseño de mecanismos de regulación financiera que reduzcan la incidencia de episodios de inestabilidad; finalmente, el Banco de la República ejerce un monitoreo cuidadoso sobre las tendencias económicas que pueden amenazar la estabilidad financiera.

El *Reporte de Estabilidad Financiera* se encuentra en el marco de esta última tarea y cumple dos objetivos: primero, describir el desempeño reciente del sistema financiero y de sus principales deudores, con el objeto de visualizar las tendencias futuras en torno de ese comportamiento, y segundo, identificar los riesgos más importantes que enfrentan los establecimientos de crédito. Con ambos objetivos se pretende informar al público en general sobre las tendencias y los riesgos que atañen al sistema financiero en su conjunto.

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo

Subgerente

Departamento de Estabilidad Financiera (*)

Esteban Gómez

Director

Wilmar Cabrera

Jessica Castaño

Felipe Clavijo

Jorge Luis Hurtado

Óscar Fernando Jaulín

Juan Sebastián Lemus

Angélica Lizarazo Cuéllar

Miguel Ángel Morales

Daisy Johana Pacheco

Javier Eliecer Pirateque

Carlos Andrés Quicazán

Ana María Yaruro

* En la elaboración de este Reporte participaron Santiago David Segovia, Andrea Marcela Bohórquez y Laura Jaramillo, estudiantes en práctica del Departamento de Estabilidad Financiera.

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

En el primer trimestre del año la coyuntura internacional estuvo caracterizada por una recuperación dispar de las principales economías, no obstante, los datos preliminares de desempeño económico para el segundo trimestre de los Estados Unidos sugieren una dinámica más sobresaliente. Pese a lo anterior, los riesgos aún persisten: bajos niveles de inflación en la zona del euro, conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el este de Europa, y una perspectiva menos favorable hacia las economías emergentes. En el caso de América Latina y el Caribe, debido al desempeño en la primera mitad del año, se destaca una disminución en los pronósticos de crecimiento económico, mientras que para Colombia se prevé un aumento. Con base en lo anterior, el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para 2014, mientras que para 2015 las mantuvo inalteradas.

A. ENTORNO INTERNACIONAL¹

Durante el segundo trimestre de 2014 la actividad económica mundial se caracterizó por una recuperación moderada y los pronósticos de crecimiento para el año en curso fueron revisados a la baja. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del producto mundial a finales de año será de 3,4%, inferior en 0,3 puntos porcentuales (pp) a la proyección de abril de 2014. Por su parte, para 2015 se espera una expansión más fuerte en algunas economías desarrolladas, lo que mantuvo la proyección del Fondo en 4% (Cuadro 1)². Para las economías avanzadas, así como las emergentes y en desarrollo, se proyecta un crecimiento del producto interno bruto (PIB) para 2014 de 1,8% y 4,6%, mientras que para 2015 los pronósticos se ubican en 2,4% y 5,2%, en su orden³. En el caso

1 Los datos sobre crecimiento económico presentados en esta sección se encuentran en términos reales.

2 Actualización a junio de 2014 del *Informe de Perspectivas Económicas*, de abril de 2014 del FMI.

3 En el *Informe de Perspectivas Económicas* de abril de 2014 las proyecciones de crecimiento económico para las economías avanzadas, así como para las emergentes y en desarrollo, era de 2,2% y 4,8%; mientras que para 2015 se ubicaban en 2,3% y 5,3%.

Cuadro 1
Crecimiento económico
(variación porcentual anual)

	2013	Proyecciones actuales		Diferencia con las proyecciones de abril de 2014	
		2014	2015	2014	2015
PIB Mundial	3,2	3,4	4,0	(0,3)	0,0
Economías avanzadas	1,3	1,8	2,4	(0,4)	0,1
Estados Unidos	1,9	1,7	3,0	(1,1)	0,1
Zona del euro	(0,4)	1,1	1,5	0,0	0,1
Japón	1,5	1,6	1,1	0,3	0,1
Reino Unido	1,7	3,2	2,7	0,4	0,2
Canadá	2,0	2,2	2,4	(0,1)	0,0
Economías emergentes y en desarrollo	4,7	4,6	5,2	(0,2)	(0,1)
Países emergentes y en desarrollo de Asia	6,6	6,4	6,7	(0,2)	(0,1)
China	7,7	7,4	7,1	(0,2)	(0,2)
India	5,0	5,4	6,4	0,0	0,0
Comunidad de estados independientes	2,2	0,9	2,1	(1,0)	(1,1)
Rusia	1,3	0,2	1,0	(1,1)	(1,3)
América Latina y el Caribe	2,6	2,0	2,6	(0,5)	(0,3)
Brasil	2,5	1,3	2,0	(0,6)	(0,6)
México	1,1	2,4	3,5	(0,6)	0,0
Colombia	4,3	5,0 ^{a/}	4,5	0,7	0,2

a/ Proyección del Banco de la República.

Fuente: FMI (actualización del Informe de Perspectivas Económicas de abril de 2014, presentada en julio de 2014).

de Colombia se proyecta un crecimiento superior al establecido previamente, situándose en 5% para 2014 y 4,5% para 2015⁴.

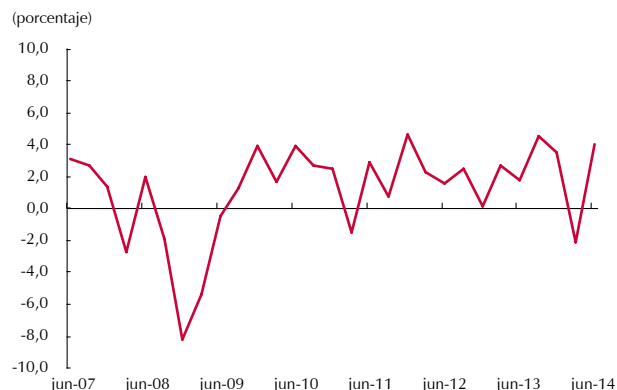
Pese a que durante el primer trimestre del año se evidenciaron comportamientos positivos en las economías de Japón, España y el Reino Unido, en el caso estadounidense el fuerte invierno afectó su dinámica de recuperación, reflejándose en la contracción de su PIB. Asimismo, en Rusia la actividad se desaceleró por las tensiones derivadas del conflicto con Ucrania, mientras que otros emergentes se vieron afectados por una menor demanda externa, principalmente por parte de los Estados Unidos y China.

1. Estados Unidos

En el segundo trimestre del año la economía de los Estados Unidos presentó un repunte en la actividad, con un crecimiento de 4,2% trimestre anualizado (t. a.), cifra superior a la esperada por el mercado (2,9% t.a.) y a la contracción del primer trimestre (2,1% t. a.) (Gráfico 1). Lo anterior responde, principalmente, a un

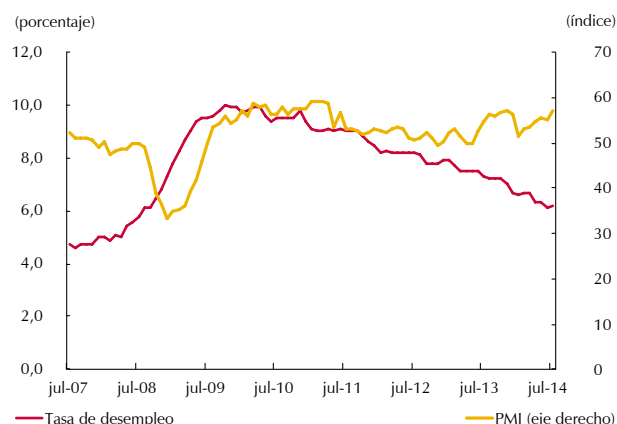
4 La proyección para 2014 corresponde al valor más probable del rango de pronóstico del Banco de la República, el cual se ubica entre 4,2% y 5,8%, mientras que el de 2015 proviene del *Informe de Perspectivas Económicas* de abril de 2014.

Gráfico 1
Crecimiento trimestral del PIB de los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Tasa de desempleo y PMI manufacturero para los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

mayor gasto por parte del gobierno y los hogares, mayor inversión y un aumento en las exportaciones frente a lo observado entre enero y marzo. De forma similar, el buen momento de la economía se ve reflejado en el índice de confianza del consumidor, calculado por la *Conference Board*: a julio del año en curso se ubicó en 90,9, cifra superior a la registrada un año atrás (81,01) y al promedio de los primeros seis meses de 2014 (81,9). Cabe mencionar que este indicador es el más alto desde octubre de 2007 (95,2), lo que sugiere que la confianza de los consumidores estadounidenses continúa afianzándose.

Por otra parte, el índice manufacturero⁵ (*purchasing manager's index*: PMI) registró un valor de 57,1 en julio del año en curso⁶. Vale la pena resaltar que dicho índice refleja, en buena medida, el comportamiento y el dinamismo de la economía, lo que también se ha reflejado en la tasa de desempleo, la cual ha disminuido de forma progresiva desde octubre de 2009, pasando de 10,0% a 6,2% en julio del año en curso (Gráfico 2).

Finalmente, en términos de política monetaria, en enero de 2014 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) comenzó a reducir gradualmente el estímulo monetario, tal como lo había anunciado en su reunión de diciembre de 2013. De esta forma, las compras mensuales de activos financieros por parte de la Fed pasaron de US\$85 mil millones (mm) en diciembre a US\$35 mm en julio⁷. En lo corrido del año, el desmonte de dicho programa no ha generado una significativa

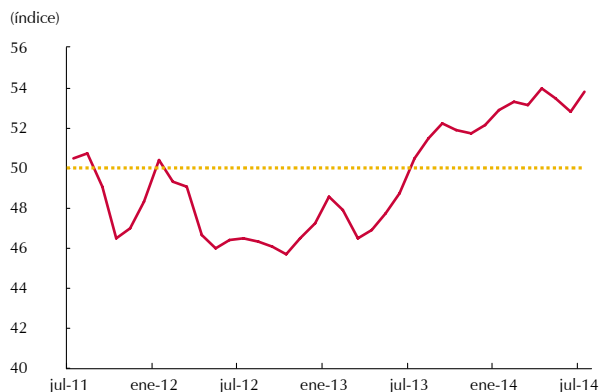
volatilidad en los mercados financieros, a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2013, cuando el inicio de las discusiones al respecto generó temores sobre la estabilidad económica y financiera de algunos países emergentes.

5 El PMI utilizado para la economía estadounidense es el desarrollado por el Institute of Supply Management (ISM). Este es un indicador macroeconómico que intenta reflejar la situación económica de un país centrándose en la actividad del sector manufacturero. Se divide en cinco subcategorías, a saber: nuevos pedidos, nivel de producción, nivel de empleo, término de entrega de proveedores y el inventario de bienes terminados. La interpretación del índice indica una expansión en la actividad económica para valores por encima de 50, mientras que valores por debajo de dicho umbral de referencia señalan una contracción.

6 Es importante mencionar que el dato registrado en julio de 2014 es el más alto desde abril de 2011, donde el PMI alcanzó un valor de 58,9.

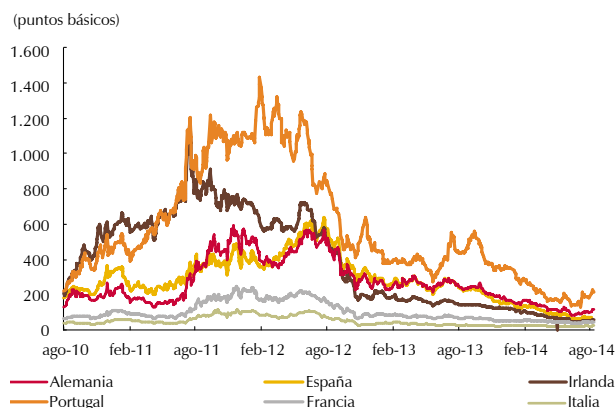
7 Se espera que el programa de compras de activos financieros de la Fed termine en octubre de 2014.

Gráfico 3
Índice PMI compuesto de Markit



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4
Credit default swaps (CDS) a cinco años en algunos países europeos



Fuente: Bloomberg.

2. Zona del euro

La economía de la zona del euro se estancó en el segundo trimestre del año, con un crecimiento del PIB de 0,0% t. a., frente al 0,1% t. a. esperado por el mercado. Lo anterior contrasta con las tasas positivas de expansión durante cuatro trimestres consecutivos, y reactiva la preocupación por la recuperación estable de la región. Pese a lo anterior, la tasa de desempleo a julio se ubicó en 11,5%, representando el nivel más bajo en casi dos años. Asimismo, el PMI compuesto de Markit⁸ alcanzó 53,8 en julio de 2014, presentando un repunte, luego de las caídas registradas en mayo y junio del mismo año. Cabe anotar que el índice se ha mantenido por encima del umbral de referencia (50) desde julio de 2013, lo que podría sugerir una tendencia a la recuperación en la zona (Gráfico 3).

Con respecto a los mercados financieros, se debe destacar una relativa estabilidad en los *credit default swaps* (CDS)⁹ de países como España, Alemania, Irlanda, Francia e Italia, los cuales continúan disminuyendo desde el segundo semestre de 2012; al finalizar julio de 2013 el promedio del grupo se ubicaba en 198,93, mientras que un año después, este se situó en 76,45¹⁰ (Gráfico 4).

Sin embargo, los riesgos económicos dentro de la zona del euro aún persisten. Por un lado, el crecimiento moderado responde en gran medida a las bajas tasas de inflación —la cual se situó en 0,4% a julio de 2014—,

8 El índice compuesto PMI utilizado para la zona del euro es realizado por Markit y se basa en información sobre una muestra representativa de aproximadamente 5.000 compañías del sector manufacturero y servicios en la zona del euro. El PMI compuesto es un promedio ponderado del PMI manufacturero y del PMI servicios donde, en ambos casos, la información que se recibe no es sobre opinión, sino de cifras existentes a la fecha (nuevos pedidos, nivel de producción, entre otros). La interpretación del índice compuesto PMI indica una expansión en la actividad económica para valores por encima de 50, mientras que valores por debajo indican una contracción.

9 Un CDS es un contrato financiero pactado entre una entidad y un tenedor de un bono. Según dicho contrato, el tenedor del bono paga una prima a la entidad, medida en puntos básicos, a cambio de que esta responda por el valor nominal del bono en caso de que el emisor no cumpla con sus obligaciones. La valoración de un CDS tiene una relación directa con el nivel de aversión al riesgo de los inversionistas.

10 Es importante mencionar que aunque Portugal presenta una tendencia decreciente en sus primas de riesgo, recientemente se evidenció un incremento. Lo anterior responde fundamentalmente a la intervención por parte del Banco Central Portugués al Banco Espírito Santo por el impago de bonos.

la continua fragmentación financiera¹¹, el deterioro de los balances públicos y privados y el elevado desempleo en algunas economías. En ocasiones previas el FMI ha alertado sobre el riesgo de las menores tasas de inflación que se vienen presentado desde mediados de 2011, ya que las expectativas inflacionarias a más largo plazo podrían ir disminuyendo y el nivel de precios sería inferior al esperado, con lo cual se incrementaría la carga real de la deuda, habrían aumentos prematuros en las tasas de interés reales y se incrementaría la probabilidad de deflación si ocurren choques adversos sobre la actividad económica.

Adicionalmente, de acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE), los riesgos geopolíticos pueden afectar a la región si se llegara a materializar un alza en los precios de la energía, debido a que Ucrania es el canal por el cual la zona del euro recibe gas proveniente de Rusia. Asimismo, la perspectiva menos favorable que se tiene sobre las economías emergentes podría traducirse en una menor demanda por los bienes producidos en la zona del euro. Finalmente, si se llegaran a materializar dichos riesgos, el BCE también advierte de una posible insuficiencia de reformas estructurales en algunos países de la zona para hacerles frente.

3. China

La actividad económica en China, tras haber mostrado signos de debilitamiento durante el primer trimestre del año en curso, recobró su dinámica en el segundo trimestre, creciendo a una tasa de 7,5% a/a. La cifra registrada fue levemente superior a la esperada por el mercado (7,4% a/a), lo que responde principalmente al estímulo fiscal proporcionado por el gobierno.

Pese a lo anterior, a julio del año en curso los datos que reflejan la situación de la economía en su conjunto son heterogéneos. El PMI manufacturero¹² presentó un valor de 51,7, siendo este el dato más alto del índice desde mayo de 2011 (52). Este aumento se debe principalmente a una mejora en tres de las cinco subcategorías contempladas¹³. En cuanto al crecimiento del crédito, medido por el *total social financing*¹⁴, se presentó una desaceleración, que registró el nivel más bajo

11 Es importante resaltar que, pese a la fragmentación financiera que existe en la región, desde noviembre de 2014 comenzará a implementarse la supervisión bancaria común por parte del Banco Central Europeo. Antes de la entrada en funcionamiento de este mecanismo, se realizará una evaluación de los balances bancarios y un ejercicio de estrés, con el objetivo de determinar y cubrir las posibles necesidades de recapitalización de algunas instituciones, de tal forma que la supervisión se realice sobre un sistema bancario con buena salud financiera.

12 El PMI manufacturero utilizado para China es desarrollado por Markit; sus componentes e interpretación son iguales a las descritas anteriormente.

13 Las subcategorías que más crecieron fueron nuevos pedidos y nivel de producción. Por su parte, el inventario de bienes terminados lo hizo en una menor proporción, mientras que el nivel de empleo se mantuvo constante.

14 El *total social financing* es una medida más completa para medir el crédito en la economía, pues incluye préstamos bancarios, bonos y préstamos otorgados por la banca no regulada (*shadow banking*).

desde octubre de 2008 con un monto nominal de \$42,9 billones (b) de dólares, frente a un esperado de \$309,7 b de dólares. Por otro lado, la caída observada desde 2011 en los precios de la vivienda y el constante crecimiento del sector de la construcción generan una preocupación por un colapso inmobiliario. Dado lo anterior, se espera que el gobierno ofrezca mayor apoyo para mantener su meta de crecimiento anual de 7,5%.

4. América Latina y el Caribe

En cuanto a las economías de América Latina y el Caribe, se presentó una desaceleración en la actividad económica en la mayoría de países para el segundo trimestre del año, dada la baja demanda mundial y la leve expansión de la inversión. Con base en lo anterior, el FMI disminuyó las proyecciones de crecimiento para la región a 2,0%¹⁵ (Cuadro 2). Vale la pena resaltar que, a excepción de Colombia, Perú y Ecuador, los demás países de Suramérica presentaron una disminución en las proyecciones para sus economías, siendo las más relevantes las de Argentina, Venezuela y Brasil (con un cambio negativo de 2,3 pp, 2,2 pp y 1,0 pp, en su orden). Por su parte, en Centroamérica el mayor cambio se registró para México (pasando de 3,0% a 2,4% en su proyección), aunque las demás economías muestran una relativa estabilidad. Finalmente, para el Caribe se resalta el alza para la economía de República Dominicana, que pasa de 3,6% a 4,5%.

Por otra parte, al segundo trimestre del año la mayoría de países presentan un alza en sus niveles de inflación. Los casos más relevantes son los registrados en Venezuela (61,3% a/a) y Argentina (28,4% a/a). Por su lado, la proyección de inflación agregada para 2014 es de 6,7%, cifra ligeramente superior al anterior pronóstico (6,5%), aunque menor que el dato al cierre de 2013 (6,8%).

Para 2013 el déficit en la cuenta corriente de la región se ubicó en 2,7% del PIB, cifra mayor al pronóstico previo (2,4%). Este aumento se debe a los mayores déficits presentados en Panamá, El Salvador, México, Costa Rica y Uruguay. Para 2014 no se proyectan cambios en el balance de la cuenta corriente en el agregado; sin embargo, se observa una reducción significativa para Honduras (pasando de 8,8% en 2013 a 7,4% en 2014) y una profundización del déficit para Ecuador (de 1,5% a 2,4%).

Conforme avanzó la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, durante el primer trimestre del año se observó un comportamiento mixto en las monedas de la región: Brasil y México presentaron apreciaciones, mientras que los demás países mostraron devaluaciones. De forma contraria, durante el segundo trimestre de 2014 la tendencia fue a la apreciación. Pese a lo anterior, los

15 En el *Informe de Perspectivas Económicas* de octubre de 2013 se proyectaba un crecimiento de 3,0% para la región al finalizar 2014.

Cuadro 2
Indicadores para algunos países de América Latina y el Caribe

	Crecimiento económico (variación porcentual anual)			Tasa de inflación (variación porcentual anual)			Balance en la cuenta corriente (porcentaje del PIB)		
	2013	2014 ^{c/}	2015 ^{c/}	2013	2014 ^{c/}	2015 ^{c/}	2013	2014 ^{c/}	2015 ^{c/}
América Latina y el Caribe	2.6	2.0	2.6	6.8	6.7	6.5	(2.7)	(2.7)	(2.8)
Suramérica									
Argentina ^{b/}	4,3	0,5	1,0	10,6	-	-	(0,9)	(0,5)	(0,5)
Brasil	2,5	1,3	2,0	6,2	5,9	5,5	(3,6)	(3,6)	(3,7)
Chile	4,2	3,6	4,1	1,8	3,5	2,9	(3,4)	(3,3)	(2,8)
Colombia ^{a/}	4,3	5,0	4,5	3,0	3,0	2,9	(3,3)	(4,0)	(3,2)
Ecuador	4,2	4,2	3,5	2,7	2,8	2,6	(1,5)	(2,4)	(3,1)
Perú	5,0	5,5	5,8	2,8	2,5	2,1	(4,9)	(4,8)	(4,4)
Uruguay	4,2	2,8	3,0	8,6	8,3	8,0	(5,9)	(5,5)	(5,2)
Venezuela	1,0	(0,5)	(1,0)	40,7	50,7	38,0	2,7	2,4	1,8
Centroamérica									
Costa Rica	3,5	3,8	4,1	5,2	2,9	4,5	(5,0)	(5,1)	(5,1)
El Salvador	1,6	1,6	1,7	0,8	1,8	2,6	(6,7)	(6,3)	(5,9)
Guatemala	3,5	3,5	3,5	4,3	4,0	4,1	(3,0)	(2,6)	(2,3)
Honduras	2,6	3,0	3,1	5,2	5,5	6,5	(8,8)	(7,4)	(6,0)
México	1,1	2,4	3,5	3,8	4,0	3,5	(1,8)	(1,9)	(2,0)
Nicaragua	4,2	4,0	4,0	7,4	7,0	7,0	(13,2)	(12,7)	(12,2)
Panamá	8,0	7,2	6,9	4,0	3,8	3,6	(11,9)	(11,5)	(11,2)
Caribe									
República Dominicana	4,1	4,5	4,1	4,8	3,9	4,2	(4,2)	(4,5)	(5,2)
Guyana	4,8	4,3	4,0	3,5	3,9	4,3	(17,9)	(18,3)	(19,9)
Surinam	4,7	4,0	4,0	1,9	1,7	3,1	(4,7)	(4,5)	(6,7)

a/ Las proyecciones presentadas para 2014 corresponden a las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República, mientras que las de 2015 corresponden a los cálculos del FMI.
b/ Las cifras de inflación son las oficiales.

c/ Las cifras que se presentan para los años son proyectadas.

Fuente: FMI (World Economic Outlook, abril-julio de 2014).

bancos centrales de la región adoptaron medidas macroprudenciales¹⁶ para tener un mejor manejo del flujo de capitales y acumulación de reservas internacionales.

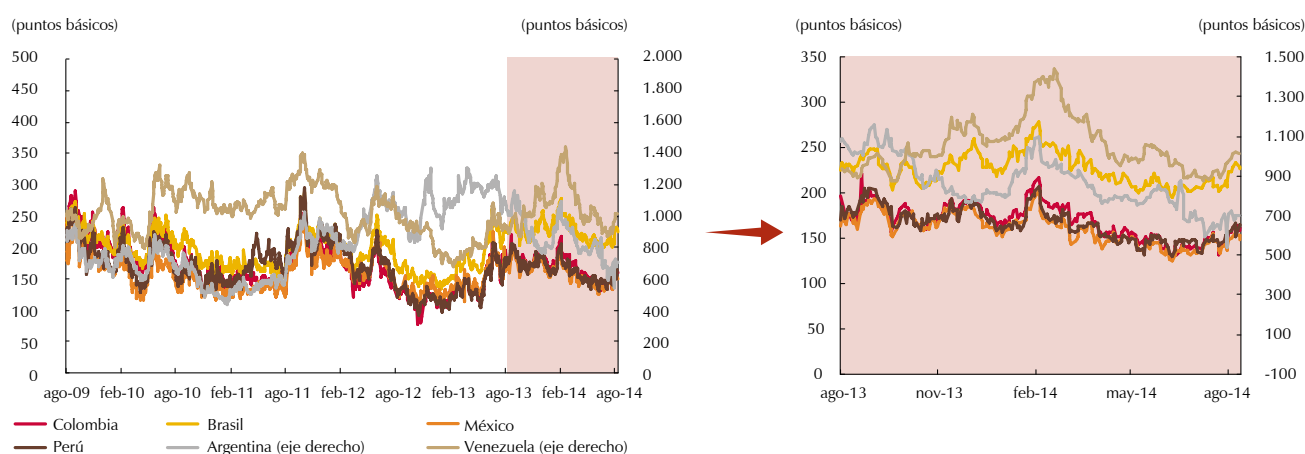
Cabe resaltar que la mejor dinámica de la economía estadounidense aumenta la probabilidad de incrementos en su tasa de política, lo que podría generar una nueva depreciación en las monedas de la región. De forma similar, un posible aumento en las tasas de interés de las economías desarrolladas generaría una mayor demanda por sus activos financieros, motivo por el cual los flujos de capitales

¹⁶ Estas medidas abarcan cambios regulatorios y de intervención en el mercado de divisas: ampliación del monto de compra de dólares en el mercado cambiario (Colombia), reducción del requerimiento de reservas de los depósitos en moneda local (Perú), entre otros.

externos en la región podrían disminuir. Al mismo tiempo, esto suscitaría un encarecimiento del costo de fondeo externo para Latinoamérica y el Caribe.

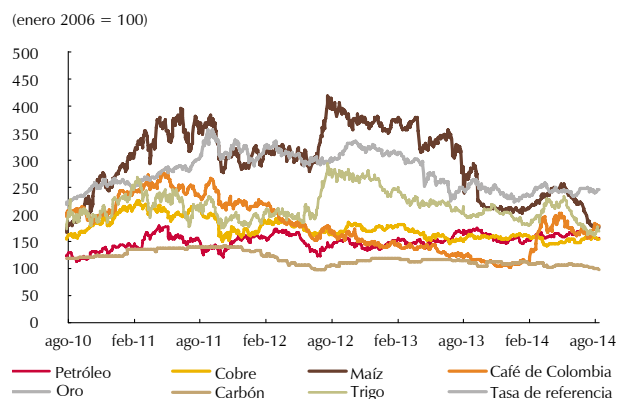
Por su parte, el riesgo soberano de los países de la región se ha mantenido estable (Gráfico 5). El EMBI+¹⁷ presenta niveles más bajos que los evidenciados hace un año, donde Venezuela, Argentina y Brasil continúan siendo los países que registran mayores niveles, debido a sus dificultades fiscales, de crecimiento económico y de demanda externa.

Gráfico 5
EMBI+ para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Precio de los commodities



Fuente: Bloomberg.

Por último, los precios de los *commodities* en lo corrido del año 2014 han presentado un comportamiento mixto, donde se destaca una disminución en el precio del maíz y del trigo, así como una relativa estabilidad en las cotizaciones del carbón, el cobre, el oro y el petróleo. Por su parte, el que ha exhibido una mayor cotización a lo largo del año ha sido el café colombiano en la bolsa de Nueva York, con un índice que ha pasado de 107,20 a principio de año a 179,02 el 12 de agosto del año en curso¹⁸ (Gráfico 6). En relación con el índice de términos de intercambio, en lo corrido del año se observa una caída para la muestra de países de la región, a excepción de México y Colombia¹⁹. Para

17 El *emerging markets bond index plus* (EMBI+) es construido por JP Morgan para analizar el comportamiento ponderado de los bonos de deuda soberana de dieciséis países emergentes.

18 El comportamiento del café colombiano en la bolsa de Nueva York presentó el mayor incremento durante el primer trimestre del año, lo que se explica en especial por las condiciones climáticas que afectaron las cosechas de Brasil y a la roya que impactó negativamente la producción en Centroamérica.

19 Para Colombia el utilizado es calculado con base en el índice de precios al productor. Se define como el cociente entre el índice de precios de los bienes exportados y el índice de precios de los bienes importados.

este último, es importante mencionar que el índice se mantiene en niveles históricamente altos y que para 2014 se espera un comportamiento similar al registrado en 2013.

El comportamiento de la economía mundial durante el segundo trimestre del año fue heterogéneo. Por un lado, la actividad económica de los Estados Unidos tuvo un desempeño por encima del esperado por el mercado y se comienza a observar una consolidación de la recuperación económica del país. Por su parte, en la economía global persisten algunos riesgos asociados con la dinámica de la economía China y otros países emergentes, así como con el temor de deflación en la zona del euro. No obstante, la información más reciente de crecimiento del segundo trimestre para China resultó mejor que la esperada, lo que podría sugerir que, junto con el buen momento de la economía estadounidense, para el segundo semestre del año se presente una recuperación en la demanda externa que favorezca a algunas de las economías emergentes.

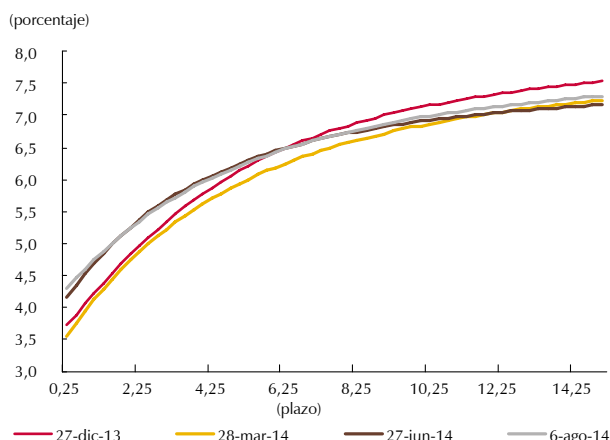
Con respecto a la estabilidad financiera mundial, cabe subrayar que según el FMI persisten algunos riesgos sobre el desempeño económico. Los riesgos geopolíticos se han agravado desde abril; los conflictos en Medio Oriente podrían materializar un alza en la cotización del petróleo en los mercados internacionales, mientras que los conflictos en Ucrania impulsarían un incremento en los precios de la energía para la zona del euro. Los mercados están atentos a una subida en la tasa de referencia de los Estados Unidos más fuerte y antes que lo previsto conforme avanza la normalización de su política monetaria. Por último, en cuanto a las economías emergentes, principalmente las más expuestas a las vulnerabilidades externas, se subraya un posible empeoramiento de las condiciones financieras debido a un cambio en los flujos de capitales.

B. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

El comportamiento de los mercados financieros en Colombia durante el primer semestre de 2014 estuvo determinado tanto por factores locales como externos. En el ámbito interno el incremento en la tasa de referencia por parte del Banco de la República influyó la evolución del mercado monetario y de deuda pública. En el contexto externo el anuncio y posterior implementación del rebalanceo de los índices de renta fija de JP Morgan, la disminución de la percepción de riesgo —dadas las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y de China— y el anuncio de la reducción de la tasa de interés de referencia por parte del BCE, también influenciaron el mercado de deuda pública local y generaron valorizaciones en los mercados de renta variable. Adicionalmente, se destaca que durante el primer semestre del año, los efectos del desmonte gradual del programa de estímulo monetario de la Fed (*tapering*) fueron inferiores a los observados en el segundo semestre de 2013.

Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos exhibieron aumentos en los tramos corto y medio de la curva, y disminuciones en el largo entre diciembre

Gráfico 7
Curva *spot* de Colombia



Fuente: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

de 2013 y junio de 2014²⁰, mientras que en lo corrido del segundo semestre de 2014 han presentado un comportamiento relativamente estable (Gráfico 7). Al comparar la curva *spot*²¹ de Colombia del 28 de marzo con la del 6 de agosto de 2014, se observan desvalorizaciones para todos los plazos; entre 0 y 2 años los aumentos promedio de las tasas fueron de 62 puntos básicos (pb), entre 2 y 5 años fueron de 37 pb, y para los de más largo plazo fueron de 14 pb.

Los incrementos de las tasas de los TES de corto plazo entre marzo y lo corrido de agosto obedecen, principalmente, al aumento de la tasa de referencia por parte del Banco de la República²² y a las mayores expectativas de inflación para diciembre de 2014²³. Como consecuencia de lo anterior, se registró un aplanamiento de la

curva de rendimiento de los TES B, dada la mayor reacción en los tramos de más corto plazo de la curva. No obstante, cabe anotar que a partir del aumento en la tasa de intervención de política del Banco de la República en abril de este año, tanto las tasas de largo plazo como las de corto registraron incrementos²⁴ (Gráfico 8).

El comportamiento de las tasas cero cupón en América Latina fue diferente al observado en Colombia; en general, se registraron reducciones en las tasas de los títulos a diez años (Gráfico 9). Brasil y México fueron los países que presentaron las mayores reducciones, mientras que Chile y Perú también lo hicieron, pero en menor medida²⁵. Esto obedece a la menor percepción de riesgo, tanto internacional como local, y al ingreso de flujos de capitales dadas las amplias condiciones de liquidez internacional y las mejores perspectivas de crecimiento de algunas economías (Estados Unidos y China). Es probable que la diferencia entre el

20 Si se compara la curva *spot* de Colombia del 27 de diciembre de 2013 con la del 27 de junio de 2014, se observa que para los plazos entre 0 y 2 años el incremento promedio de las tasas fue de 45 pb, para los plazos entre 2 y 5 años fue de 26 pb, mientras que para los plazos entre 5 y 15 años la disminución promedio de las tasas fue de 20 pb.

21 La curva *spot* representa rendimientos de títulos de deuda pública de características similares en términos de riesgo y liquidez, a diferentes tiempos de vencimiento.

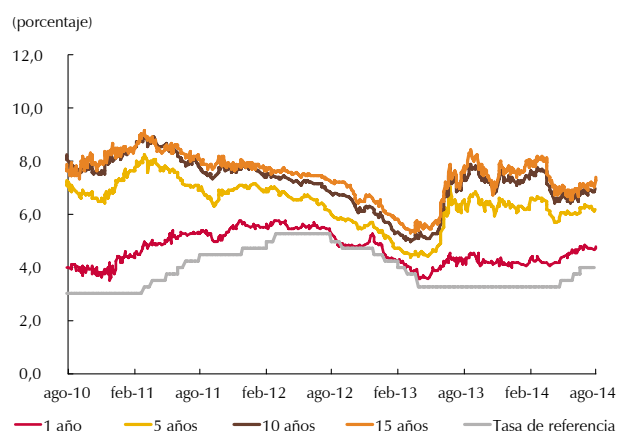
22 El Banco de la República incrementó 25 pb su tasa de referencia en cada una de las reuniones de política monetaria desde abril hasta julio, pasando de 3,25% a 4,25%.

23 De acuerdo con los resultados de la *Encuesta de expectativas de inflación* publicada por el Banco de la República, la expectativa de inflación a diciembre de 2014 pasó de 3,03% en abril a 3,36% en junio.

24 Desde abril (primer anuncio de aumento de la tasa de referencia por parte del Banco de la República) hasta agosto, la magnitud de las variaciones de las tasas cero cupón de los TES a 1, 5, 10 y 15 años han sido de 49 pb, 30 pb, 42 pb y 54 pb, respectivamente.

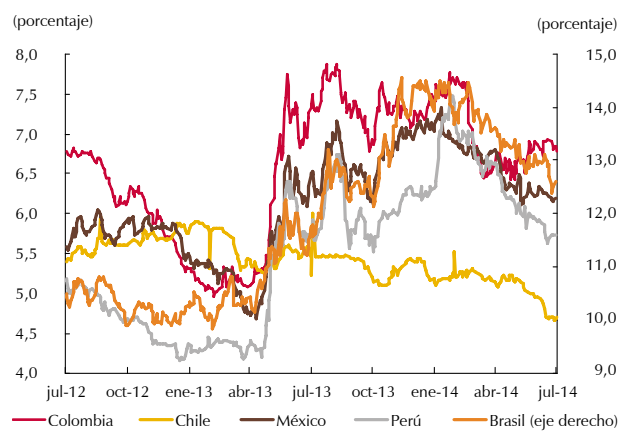
25 En lo corrido del año las tasas de los títulos a diez años han disminuido en Brasil 174 pb (la mayor disminución de las tasas en la región, debido principalmente a la mayor demanda de títulos por parte de inversionistas extranjeros, dadas las expectativas de mayor rentabilidad, por la apreciación de la moneda), en México 93 pb, en Chile 68 pb y en Perú 49 pb.

Gráfico 8
Tasa cero cupón de los TES y tasa de referencia del Banco de la República



Fuentes: Banco de la República.

Gráfico 9
Tasa cero cupón a 10 años para algunos países de América Latina



Fuente: SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

comportamiento de las tasas de Colombia y las tasas de los países de la región se deba, en parte, a los diferentes ciclos económicos y de política monetaria que se están llevando a cabo. Mientras en Colombia las desvalorizaciones están asociadas con eventos como la política monetaria contractiva, los bancos centrales de los demás países, a excepción de Brasil, han anunciado disminuciones en sus tasas de referencia como respuesta a la moderación del crecimiento en sus economías²⁶.

Al analizar la liquidez de los títulos negociados en el SEN²⁷, se observa que el *bid ask spread*²⁸ (*bas*) de los TES mostró un comportamiento menos volátil en la primera mitad del año 2014, comparado con el mismo período del año anterior. En promedio, entre enero y junio de 2014 el *bas* se ubicó en 0,24%, mientras que en el mismo período del año 2013 se había ubicado en 0,32%²⁹. En lo corrido de 2014 se han presentado dos episodios de alta volatilidad, asociados principalmente con el anuncio y el inicio del rebalanceo de los índices de JP Morgan, en donde se

26 En lo corrido del año el Banco Central de Chile ha disminuido en 100 pb su tasa de referencia, el Banco Central de México lo ha hecho en 50 pb y el Banco Central de Perú en 25 pb. Por su parte, el Banco Central de Brasil ha incrementado su tasa en 100 pb.

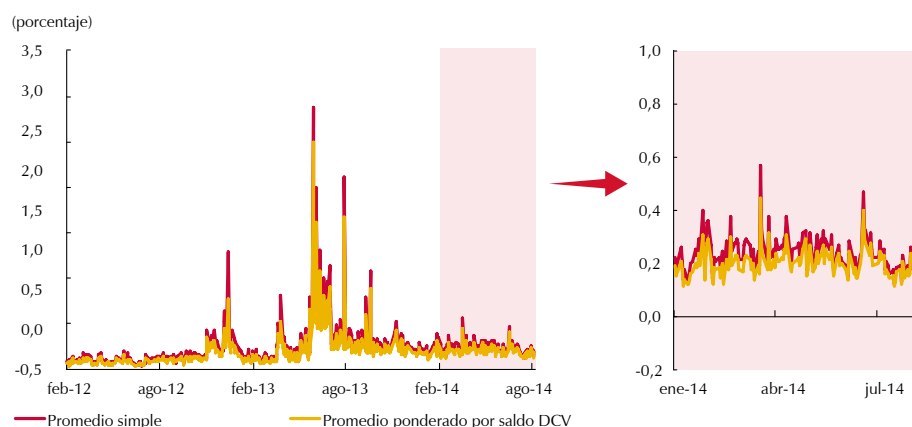
27 El Sistema Electrónico de Negociación (SEN) es el sistema centralizado de información para transacciones administrado por el Banco de la República, mediante el cual las entidades inscritas pueden efectuar, en estaciones de trabajo remotas, operaciones de compraventa al contado o a plazo, operaciones de reporto (o repo), operaciones simultáneas y operaciones de transferencia temporal de valores (TTV) con títulos de deuda pública interna o externa que se encuentren registrados o depositados en un depósito centralizado de valores. Además, mediante este sistema las entidades financieras legalmente facultadas pueden realizar y registrar operaciones de préstamo de dinero en el mercado interbancario.

28 El nivel de liquidez se mide con el *bid ask spread* (*bas*). Este *spread* muestra la diferencia entre el precio máximo que está dispuesto a pagar un comprador por un activo y el mínimo precio al que está dispuesto un vendedor a ofrecerlo. Mientras mayor es esta diferencia, más ilíquido es el activo. La construcción del *bas* promedio puede consultarse en González y Osorio (2007). “El valor en riesgo ajustado por liquidez en Colombia”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, marzo de 2007, pp. 120-126.

29 El *bid ask spread* se presenta como proporción del precio de los títulos.

estableció una mayor ponderación a la renta fija local colombiana³⁰ (Gráfico 10). Resulta importante mencionar que en lo corrido del año la liquidez del mercado parece encontrarse de nuevo en valores cercanos a los reportados antes de los anuncios del desmonte del programa de compra de activos por parte de la Fed; hasta principios de agosto, el *bas* ha registrado un nivel medio de 0,24% frente al 0,20% observado el segundo semestre de 2012.

Gráfico 10
Promedio simple y ponderado de los *bid ask spreads* (como porcentaje del precio)



Fuentes: DCV y SEN; cálculos del Banco de la República.

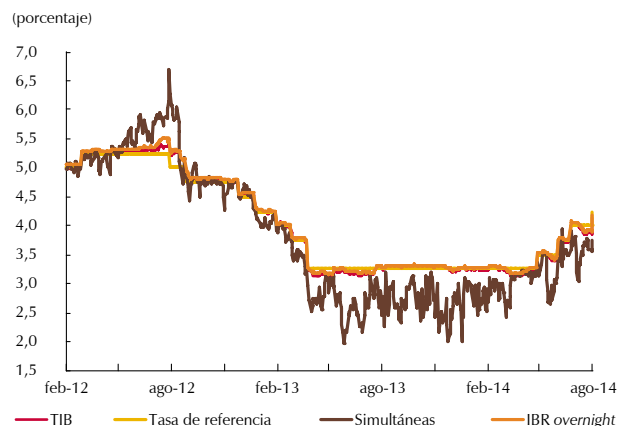
En lo corrido de 2014 tanto la tasa de interés del mercado interbancario (TIB) como el indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* estuvieron, en promedio, por debajo de la tasa de referencia (-3,8 pb y -4,7 pb, respectivamente), así como lo hizo de manera consistente la tasa del mercado de simultáneas del SEN (-33 pb)³¹ (Gráfico 11). En el semestre más reciente este comportamiento podría haberse explicado por las condiciones de amplia liquidez en el mercado monetario, generadas por los pagos de impuestos y giros que realizó la Tesorería, además del mayor vencimiento de títulos de deuda pública, que superaron el valor de las colocaciones. Asimismo, cabe notar que las tasas del mercado monetario han venido aumentando en línea con los incrementos de la tasa de política desde abril de este año.

En cuanto al desempeño del mercado de deuda privada en el primer semestre de 2014, se observa un balance menor en comparación con lo registrado en el mismo período de 2013, en tanto que las emisiones de títulos privados disminuyeron un

30 El 19 de marzo de 2014 JP Morgan anunció el incremento de la participación de Colombia en los índices GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), GBI-EM Global (de 1,81% a 5,6%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 3,07% a 8,26%). Dichas participaciones se empezaron a ajustar de manera gradual desde el 30 de mayo, hasta septiembre de 2014. Los agentes anticipan que en los próximos cinco meses el rebalanceo de los índices implique una demanda potencial adicional de TES en pesos cercana a los \$19 b por parte de fondos de inversión que siguen el índice JP Morgan.

31 En lo corrido de 2014 la tasa de las simultáneas solo se ubicó por encima de la tasa de referencia en cuatro ocasiones, que corresponden a los días 6, 8 y 9 de mayo y 10 de junio. La diferencia máxima ocurrió el 10 de junio, cuando la tasa de las simultáneas estuvo 18 pb por encima de la tasa de referencia.

Gráfico 11
Tasas del mercado monetario

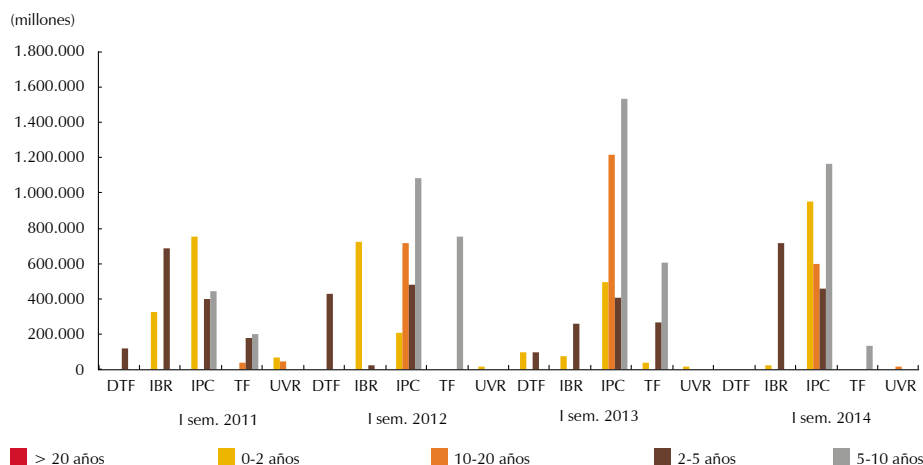


Fuente: Banco de la República

19%; durante el primer semestre de 2013 se emitió deuda por un valor de \$5,01 b, mientras que en lo corrido de 2014 lo emitido corresponde a \$4,06 b (Gráfico 12). Las emisiones de títulos atados al IBR fueron las que más crecieron (121,5%), alcanzando una participación del 41% en lo corrido del año, frente al 15% registrado en el primer semestre de 2013³². Por su parte, las emisiones atadas a la DTF fueron las que más disminuyeron (-87,17%), con una participación de 0,6% frente al 3,5% observado un año antes. Por último, se destaca que la mayoría de los títulos fueron emitidos con plazos entre 5 y 10 años (32%)³³ y que el sistema financiero emitió el 51,4% de los títulos.

Durante el segundo trimestre de 2014 el mercado de renta variable en Colombia, al igual que el de otros países de la región, registró una recuperación importante tras las desvalorizaciones ocurridas durante 2013. Este comportamiento estuvo estrechamente relacionado con las mejoras en las condiciones económicas en el ámbito global, el mayor apetito de activos riesgosos por parte de inversionistas extranjeros y el comportamiento del precio internacional

Gráfico 12
Monto de colocaciones de deuda privada, por plazo y moneda para el primer semestre de cada año



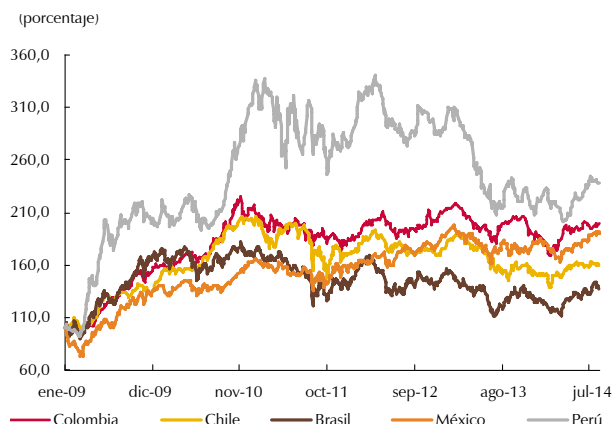
Nota: DTF: depósito a término fijo; IBR: indicador bancario de referencia; IPC: índice de precios al consumidor; TF: tasa fija, y UVR: unidad de valor real.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

32 Las emisiones de títulos atados al IBR han venido ganando participación en el total, en parte porque dicha tasa refleja, en mejor medida, las condiciones de liquidez de la economía y la postura de la política monetaria frente a otras tasas (como por ejemplo la DTF).

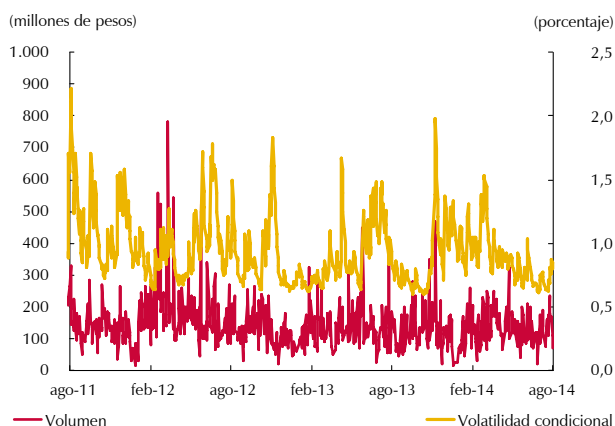
33 Durante el primer semestre de 2014 el 24,1% correspondió a colocaciones con un plazo menor a 2 años, el 28,8% fue a plazos entre 2 y 5 años, el 32% entre 5 y 10 años y el 15,2% entre 10 y 20 años.

Gráfico 13
Índices accionarios para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Volúmenes de negociación y volatilidad condicional (Colcap)



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

de algunos *commodities*³⁴ (Gráfico 13). A comienzos de agosto de 2014 el índice de capitalización Colcap³⁵ acumuló una valorización de 5%, siendo mayor a la reportada por la bolsa de México (4,3%), pero inferior a las de Brasil (11,1%), Perú (6,6%) y Chile (5,7%). Finalmente, durante el primer semestre del año el volumen de negociación promedio del Colcap se ubicó en niveles ligeramente superiores al del año 2013, mientras que la volatilidad condicional presentó valores similares a los observados el año anterior, aunque con una tendencia a la baja en los meses más recientes (Gráfico 14).

En síntesis, durante el primer semestre de 2014 la actividad económica mundial se recuperó de forma moderada, no obstante, los pronósticos de crecimiento fueron revisados a la baja por la existencia de riesgos geopolíticos y una perspectiva menos favorable para las economías emergentes. Con respecto a la estabilidad financiera mundial, cabe subrayar que según el FMI persisten los riesgos, principalmente por la incertidumbre frente al proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos. En lo corrido del año el contexto internacional impactó de manera importante a los mercados financieros locales y, en general, a las economías de la región, principalmente vía valorizaciones en los mercados de renta variable y menores volatilidades en el mercado de deuda pública.

Luego del inicio del ciclo contractivo de la política monetaria en Colombia, las tasas del mercado de deuda pública han venido aumentando, contrario a lo observado en los demás países de la región. Los mercados financieros en Colombia presentaron en general adecuados niveles de liquidez y menores grados de volatilidad. Con este panorama, los efectos futuros sobre el sistema financiero colombiano dependerán en gran medida de los cambios en la liquidez global y, como se mencionó, de la postura monetaria en las economías desarrolladas.

34 Durante el segundo trimestre de 2014 el precio del petróleo aumentó 6 pb, el cobre 5 pb y el oro 4 pb.

35 El Colcap es un índice de capitalización que refleja las variaciones de los precios de las veinte acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde la participación de cada acción en el índice está determinada por el correspondiente valor de la capitalización bursátil ajustada (flotante de la compañía multiplicado por el último precio). A partir del 1.º de noviembre de 2013 reemplazó al índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) como principal indicador del comportamiento del mercado accionario colombiano.

II. SISTEMA FINANCIERO

El activo total del sistema financiero aumentó con respecto al segundo semestre de 2013 y a junio de 2014 continúa estando constituido en su mayoría por cartera e inversiones. Asimismo, se observó un mejor desempeño en términos de rentabilidad, gracias al nivel de ganancias percibidas por las instituciones financieras no bancarias.

El crecimiento de la cartera bruta permaneció relativamente estable, mientras que las inversiones presentaron una desaceleración, por lo que su participación en el activo de los establecimientos de crédito disminuyó. Por el lado del pasivo, se observa un crecimiento negativo de los bonos y una menor expansión de las cuentas corrientes y de ahorros.

Los indicadores de rentabilidad, apalancamiento y quebranto patrimonial para la posición propia de cada IFNB, muestran una situación financiera más favorable, con excepción de las sociedades comisionistas de bolsa. Por otra parte, el valor de los activos administrados por cada una de estas entidades aumentó y sigue presentando una composición similar a la observada seis meses atrás.

A. SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero colombiano está conformado principalmente por dos grupos de entidades: los establecimientos de crédito (EC) y las instituciones financieras no bancarias (IFNB). El primer grupo lo componen los bancos, las compañías de financiamiento comercial, las corporaciones financieras y las cooperativas financieras; el segundo, las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las sociedades fiduciarias (SFD), las compañías de seguros (CS), las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) y las sociedades administradoras de inversión (SAI). Los EC desempeñan dos funciones fundamentales dentro del sistema: i) administran una gran parte de los ahorros del público, y ii) son la principal fuente de financiamiento de las firmas del sector real y de los hogares. Por su lado, las IFNB son agentes económicos cuyo principal oficio radica en la prestación de asesoría financiera y en la administración de portafolios, por lo cual son consideradas importantes vehículos de inversión y ahorro para el público en general. A continuación se presenta un análisis de la situación general de estas entidades de forma agregada, diferenciando entre su posición propia y administrada, con cifras a junio de 2014³⁶.

36 En esta sección no se analiza el pasivo agregado del sistema financiero, debido a la gran diferencia que existe entre las actividades de negocio de los EC y las IFNB: mientras que los primeros captan recursos como un pasivo para poder realizar sus operaciones, las segundas administran recursos de sus clientes, los cuales no se constituyen como una deuda, sino como patrimonio autónomo.

1. Cuentas activas

Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 el activo total de las entidades del sistema financiero analizadas se incrementó, alcanzando un nivel de \$980,8 b y registrando un crecimiento real anual de 10,8%. El grupo de entidades con mayor participación dentro de este rubro son los EC (45,7%) y las SFD (30,8%), seguidas por las AFP (17,2%), las CS (4,8%) y las SCB y SAI (1,6% en conjunto). Al realizar el mismo análisis haciendo la distinción entre posición propia y administrada, se encuentra que, en el caso de la primera, su activo registró un nivel de \$503,9 b (51,4% del activo del sistema financiero), de los cuales los EC contribuyen con el 88,9%; mientras que para el caso de la posición administrada, el nivel del activo fue menor (\$476,9 b, equivalente al 48,6% del activo del sistema financiero) y está concentrado en su mayoría en las SFD (62,9%) y las AFP (34,6%) (Cuadro 3).

Cuadro 3

Saldo y participación del activo de los principales grupos de entidades que conforman el sistema financiero colombiano a junio de 2014

Tipo de entidad	Posición propia		Posición administrada		Posición total	
	Activo (billones)	Participación (porcentaje)	Activo (billones)	Participación (porcentaje)	Activo (billones)	Participación (porcentaje)
Establecimientos de crédito ^{a/}	447,83	88,88	0,00	0,00	447,83	45,66
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	3,64	0,72	164,89	34,57	168,53	17,18
Sociedades fiduciarias	2,19	0,43	299,89	62,88	302,07	30,80
Compañías de seguros	46,72	9,27	0,19	0,04	46,92	4,78
SCB	3,49	0,69	11,58	2,43	15,07	1,54
Total sistema financiero ^{b/}	503,89	100,00	476,92	100,00	980,80	100,00

a/ A junio de 2014 el activo de los bancos representa el 90,9% del activo total de los establecimientos de crédito.

b/ Las cifras para el total del sistema financiero contienen las registradas por las SAI. A junio de 2014 el activo total de las SAI se ubicó en \$388.400 millones, lo que equivale al 0,04% del activo del sistema financiero.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la composición del activo de las entidades del sistema, se encuentra que a junio de 2014 el 46,3% está constituido en inversiones, el 31,2% se encuentra colocado en cartera de créditos y el restante 22,5% en otros activos. Por grupo de entidad, dadas las funciones que desempeña cada uno, se observa que las IFNB tienen la mayoría de sus activos en inversiones, mientras que los EC, en cartera. De acuerdo con lo anterior, las cuentas activas totales de la posición propia se concentran esencialmente en otorgar préstamos (60%), mientras que las de la posición administrada lo están en inversiones (70%) (Cuadro 4).

2. Utilidad y rentabilidad

A junio de 2014 la utilidad anualizada del sistema financiero ascendió a \$27,5 b, cifra superior a la observada seis meses atrás (\$6,0 b), registrando un crecimiento real anual de 38,0%. En relación con la posición administrada de las entidades, se destaca que durante el período de análisis las utilidades experimentaron un

Cuadro 4
Composición del activo por grupos de entidades a junio de 2014

Tipo de entidad	Posición propia (porcentaje)			Posición administrada (porcentaje)			Posición total (porcentaje)		
	Inversiones	Cartera	Otros activos	Inversiones	Cartera	Otros activos	Inversiones	Cartera	Otros activos
Establecimientos de crédito	17,93	67,56	14,51	0,00	0,00	0,00	17,93	67,56	14,51
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	65,51	0,00	34,49	94,40	0,00	5,60	93,78	0,00	6,22
Sociedades fiduciarias	50,28	0,00	49,72	56,94	0,96	42,09	56,90	0,96	42,15
Compañías de seguros	73,05	0,26	26,69	79,21	0,00	20,79	73,08	0,26	26,66
SCB	51,08	0,00	48,92	67,24	0,00	32,76	63,50	0,00	36,50
Total sistema financiero ^{a/}	23,76	60,07	16,17	70,17	0,61	29,23	46,32	31,16	22,52

a/ Las cifras para el total del sistema financiero contienen las registradas por las SAL.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

incremento de \$20,8 b, alcanzando un nivel de \$17,8 b a junio de 2014. Esta dinámica ocurrió gracias a los buenos resultados obtenidos por las AFP y las SFD³⁷. En menor medida, las utilidades de la posición propia de las entidades también mostraron una mejoría, pasando de \$8,9 b a \$9,7 b gracias a la dinámica positiva presentada por los EC y las CS (Cuadro 5).

Cuadro 5
Utilidades anualizadas del sistema financiero por grupo de entidad

Tipo de entidad	Utilidades (billones)	Posición propia		Posición administrada			Posición total		
		Participación junio 2014	Crecimiento real anual	Utilidades (billones)	Participación junio 2014	Crecimiento real anual	Utilidades (billones)	Participación junio 2014	Crecimiento real anual
Establecimientos de crédito ^{a/}	7,80	80,16	2,41	0,00	0,00	0,00	7,80	28,37	2,41
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	0,50	5,12	17,76	12,87	72,47	71,05	13,37	48,64	68,21
Sociedades Fiduciarias	0,33	3,43	(18,63)	4,30	24,20	52,85	4,63	16,85	43,76
Compañías de seguros	1,03	10,64	15,79	0,01	0,05	n. a. ^{b/}	1,04	3,79	16,79
SCB	0,06	0,66	(6,40)	0,58	3,28	326,23	0,65	2,36	215,14
Total sistema financiero ^{c/}	9,73	100,00	3,39	17,76	100,00	69,58	27,48	100,00	38,26

n. a.: no aplica.

a/ A junio de 2014 las utilidades anualizadas de los bancos representan el 87,9% de las utilidades anualizadas totales de los establecimientos de crédito.

b/ El crecimiento real anual para la posición administrada de las compañías de seguros no se presenta debido a que en junio de 2013 fueron las únicas entidades que registraron pérdidas.

c/ Las cifras para el total del sistema financiero contienen las registradas por las SAL. A junio de 2014 las utilidades anualizadas de las SAL se ubicaron en -\$3.923 millones.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

37 Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 la posición administrada de las AFP y las SFD pasó de registrar pérdidas de \$0,7 b y \$2,9 b, respectivamente, a exhibir ganancias de \$12,9 b y \$4,3 b, en su orden.

Al analizar la rentabilidad de las entidades que conforman el sistema financiero con el cálculo del indicador de rentabilidad del activo (ROA)³⁸ y del patrimonio (ROE)³⁹, se encuentra que con respecto a diciembre de 2013, la rentabilidad aumentó. El ROA pasó de 0,6% a 2,8% y el ROE de 1,3% a 5,6%, impulsados por el buen desempeño de las AFP y las SFD⁴⁰. En concordancia con lo anterior, la rentabilidad tanto de la posición propia, como de la posición administrada de las entidades, mostró una mejoría, en especial para esta última, cuyos indicadores pasaron de -0,7% a 3,7%, en el caso del ROA, y de -0,8% a 4,3% en el del ROE (Cuadro 6). Vale la pena mencionar, que para el grupo de establecimientos de crédito estos indicadores se mantuvieron estables en los últimos seis meses.

En síntesis, se puede apreciar que durante el primer semestre de 2014 el activo total del sistema financiero aumentó y a junio de 2014 continúa estando constituido en su mayoría por cartera e inversiones. Asimismo, se observa que en términos de rentabilidad el sistema financiero presentó un mejor desempeño, gracias al nivel de ganancias percibidas por las IFNB.

A continuación se presenta un análisis más detallado de la situación financiera de las entidades analizadas. En la primera sección se estudian las posiciones del balance general, la utilidad, la rentabilidad, la solidez y los márgenes de intermediación de los EC, y en la segunda se profundiza en la situación financiera de la posición propia y administrada de las IFNB.

Cuadro 6
Indicadores de rentabilidad del sistema financiero por grupo de entidad

Tipo de entidad	Posición propia (porcentaje)		Posición administrada (porcentaje)		Posición total (porcentaje)	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
Establecimientos de crédito ^{a/}	1,74	11,83	n. a.	n. a.	1,74	11,83
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías ^{b/}	13,67	18,56	7,80	7,83	7,93	8,00
Sociedades fiduciarias	15,23	18,88	1,43	1,81	1,53	1,94
Compañías de seguros	2,21	10,46	4,16	4,53	2,22	10,35
SCB	1,84	7,71	5,04	5,07	4,30	5,25
Total sistema financiero ^{c/}	1,93	11,99	3,72	4,29	2,80	5,55

n. a.: no aplica.

a/ A junio de 2014 el ROA y ROE de los bancos se ubicaron en 1,7% y 12,0%, respectivamente.

b/ Dado el tipo de negocio de estas entidades, el saldo del activo y del patrimonio de su posición administrada es muy similar.

c/ Las cifras para el total del sistema financiero contienen las registradas por las SAI. A junio de 2014 el ROA y ROE de las SAI se ubicaron en -1,0%.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

38 Corresponde a las utilidades anualizadas (utilidades de los últimos doce meses) del ejercicio como proporción del saldo de activos al mes de corte.

39 Se define como la razón entre las utilidades anualizadas (utilidades de los últimos doce meses) y el saldo del patrimonio al mes de corte.

40 Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 el ROA para las AFP pasó de -0,2% a 7,9% y el ROE de -0,2% a 8,0%; mientras que para las SFD el ROA pasó de -0,9% a 1,5% y el ROE de -1,2% a 1,9%. Resulta importante mencionar que los indicadores de la posición total para las AFP son muy similares a los de la posición administrada, debido a que a junio de 2014 las utilidades de esta última equivalen al 96,3% de las utilidades totales.

B. ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO

1. Posiciones del balance general

Durante el primer semestre de 2014 los activos de los establecimientos de crédito se expandieron a un ritmo menor al que lo venían haciendo. El crecimiento de la cartera bruta permaneció relativamente estable, debido al comportamiento heterogéneo de las distintas modalidades, mientras que las inversiones presentaron una desaceleración, por lo que su participación en el activo de los establecimientos de crédito disminuyó. Por el lado del pasivo, se observa un decrecimiento de los

bonos y una menor expansión de las cuentas corrientes y de ahorros, mientras que los certificados de depósito a término (CDT) a menos de un año mostraron un aumento en su tasa de crecimiento.

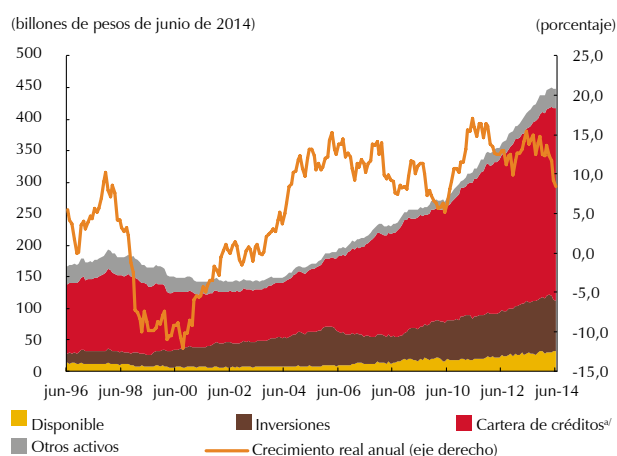
a. Cuentas activas

A junio de 2014 los activos de los establecimientos de crédito ascendieron a \$447,8 billones (b), de los cuales el 68,4% corresponde a cartera de créditos, el 17,9% a inversiones, 7% a disponible y el restante 6,7% a otros activos⁴¹. Con respecto a diciembre de 2013, la participación de la cartera bruta en el activo total aumentó en 1,6 pp, la de las inversiones disminuyó 1,7 pp y la de los demás componentes se mantuvo estable (gráficos 15 y 16).

El crecimiento real anual de los activos a junio de 2014 presentó una disminución de 4,1 pp con respecto al observado un semestre atrás, registrando una tasa de 8,4%. Este rubro viene mostrando una dinámica decreciente desde mayo de 2013 y actualmente exhibe la menor expansión registrada desde mediados de 2010 (Gráfico 15). Lo anterior está explicado por la desaceleración de las inversiones y por el crecimiento estable de la cartera de créditos.

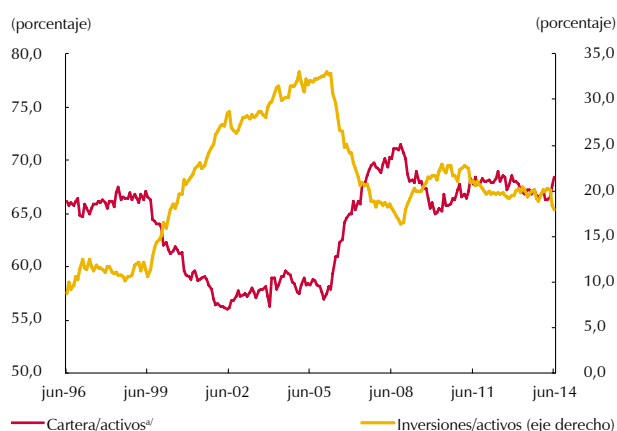
Al final del primer semestre de 2014 el saldo de la cartera bruta se ubicó en \$280,4 b, creciendo a una tasa de 10%, cifra similar a la de seis meses atrás (10,4%), aunque inferior a la de hace un año (12,7%). Al tomar en cuenta el *leasing* financiero, se obtiene que la cartera total se expandió a una tasa real anual de 10,3% en

Gráfico 15
Activos de los establecimientos de crédito



a/ Incluye *leasing* financiero y titularizaciones.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
Participación porcentual de las inversiones y la cartera bruta en el total de los activos de los establecimientos de crédito



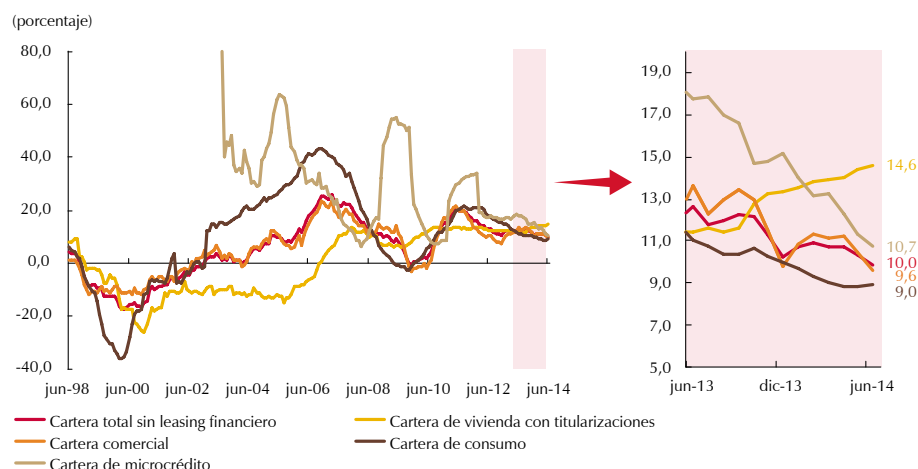
a/ La cartera incluye *leasing* financiero y titularizaciones.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

41 Este rubro incluye las aceptaciones, operaciones de contado y con instrumentos financieros derivados, así como la cuenta de otros activos.

junio de 2014 (nivel parecido al observado hace seis meses 10,5%), y registró un saldo de \$306,3 b al final del período analizado.

Por modalidad de crédito se resalta que en los últimos seis meses las carteras exhibieron un comportamiento heterogéneo. Los préstamos de consumo y los microcréditos se desaceleraron, reportando a junio de 2014 una tasa de crecimiento real anual de 9,0% y 10,7%, respectivamente, cuando en diciembre del año pasado se ubicaron en niveles de 10,0% y 15,1%. Por su parte, la cartera comercial presentó una dinámica estable (9,6%), mientras que la de vivienda con titularizaciones registró un incremento de 1,24 pp en su tasa de expansión, creciendo al 14,6% al final del primer semestre de 2014⁴². Resulta importante resaltar que desde hace un año la cartera de microcrédito viene mostrando una tendencia decreciente en su tasa de expansión (en junio de 2013 crecía 17,7%) y la de vivienda con titularizaciones viene acelerándose a una mayor tasa (11,5% en junio de 2013) (Gráfico 17)⁴³.

Gráfico 17
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



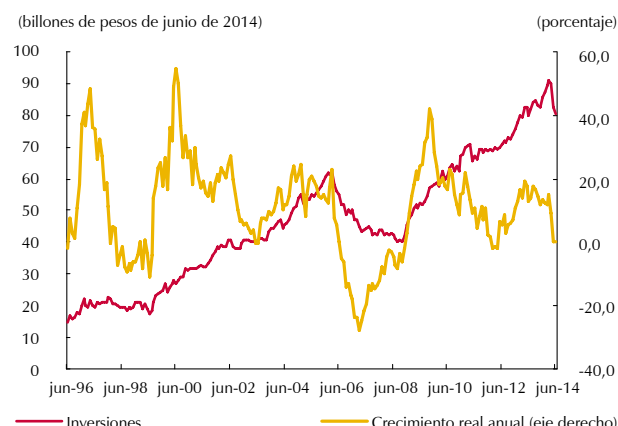
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, las inversiones de los establecimientos de crédito ascendieron a \$80,3 b en junio de 2014 y registraron una tasa de crecimiento real anual de 0,4% (Gráfico 18). Se destaca que, con respecto a diciembre de 2013, este rubro presentó una importante desaceleración al reducir su ritmo de expansión en 12,9 pp, lo que concuerda con la caída en su participación en el activo. La menor dinámica de las inversiones está explicada en especial por el crecimiento negativo de las inversiones negociables en títulos de deuda pública interna que, en promedio participaron con

42 La cartera de vivienda sin titularizaciones presentó un crecimiento real anual estable durante el primer semestre de 2014 (25,1% en junio de 2014, frente al 25,7% en diciembre de 2013).

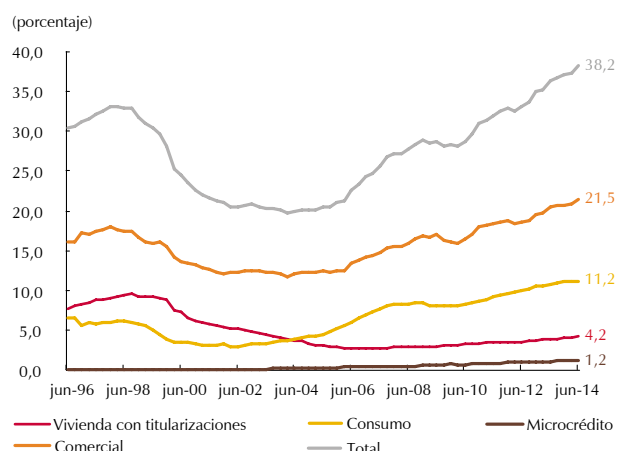
43 Al tomar en cuenta el *leasing*, las carteras mostraron el mismo comportamiento. A junio de 2014 la cartera comercial creció 9,4%, la de consumo 8,8%, la de vivienda con titularizaciones 18,4% y la de microcrédito 10,7%.

Gráfico 18
Inversiones de los establecimientos de crédito



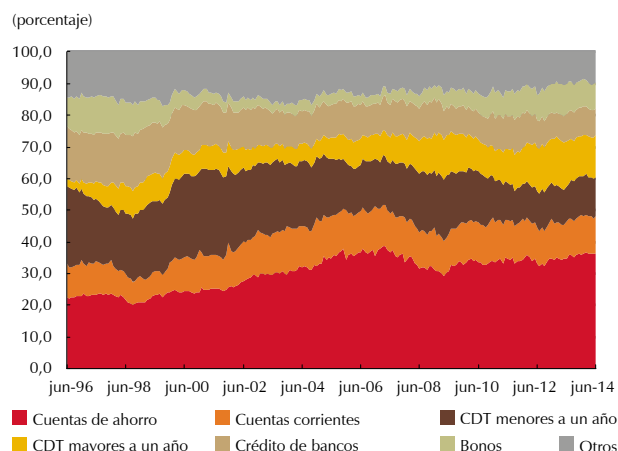
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Profundización financiera (cartera/PIB)



Nota: para calcular el indicador de junio de 2014, la proyección utilizada del crecimiento real anual del PIB del segundo trimestre de dicho año fue 4,3%.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Composición del pasivo de los establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

el 19,6% de las inversiones totales entre diciembre de 2013 y junio de 2014. Durante ese mismo período, dicho rubro pasó de crecer 10,1% real anual a -33,2%, y su saldo se redujo de \$19,5 b a \$12,3 b⁴⁴.

Debido a que el crecimiento de la cartera total continúa siendo superior al del PIB, el indicador de profundización financiera⁴⁵ sigue presentando una tendencia creciente. Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 esta medida pasó de 37% a 38,2%, impulsada principalmente por la modalidad de crédito comercial, que durante el mismo período incrementó su participación en el PIB en 86 puntos básicos (pb) (Gráfico 19). Al considerar el *leasing* financiero en el análisis, se encuentra un incremento de 1,3 pp en la profundización durante el mismo lapso, ubicándose en 41,7%⁴⁶.

b. Cuentas pasivas

El pasivo de los establecimientos de crédito alcanzó un nivel de \$381,9 b en junio de 2014 y está compuesto en especial por las captaciones⁴⁷, que representaron el 83,8%, seguidas por los créditos de bancos⁴⁸, que contribuyen con el 8,5%, y por otros componentes⁴⁹, con el 7,8%. Al comparar estas participaciones con las registradas seis meses atrás no se observan cambios sustanciales (Gráfico 20).

44 Esta reducción se puede explicar por los vencimientos de TES presentados en mayo de 2014.

45 La profundización financiera es una medida de la participación de los establecimientos de crédito dentro de la actividad económica y se calcula como la razón entre la cartera bruta (incluyendo titularizaciones) y el PIB.

46 La profundización financiera por modalidad, teniendo en cuenta el *leasing*, se ubicó en 24,1% para la comercial, 11,3% para la de consumo, 5,2% para la de vivienda y 1,2% para la de microcrédito.

47 Las captaciones son la suma de las cuentas de depósitos y exigibilidades, y bonos.

48 Se registra el valor de los créditos contraídos provenientes de bancos y otras entidades financieras del país o del exterior bajo la modalidad de créditos directos.

49 En esta categoría se encuentran las siguientes cuentas: fondos interbancarios, aceptaciones bancarias, cuentas por pagar, pasivos estimados y provisiones y otros pasivos.

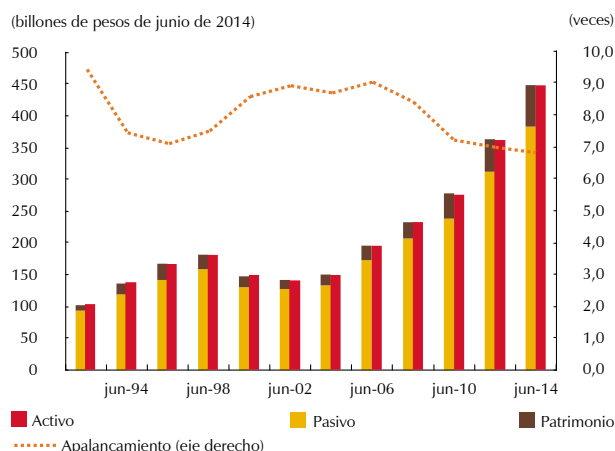
Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 el pasivo mostró una desaceleración en su ritmo de expansión, pasando de crecer 12,3% a 7,2%. Esta reducción se explica por la menor dinámica registrada por las captaciones.

A finales del primer semestre de 2014 las captaciones ascendieron a \$320 b, presentando una tasa de crecimiento real anual de 8%, cifra inferior en 4,6 pp a la observada seis meses atrás. La menor dinámica de este componente de los pasivos ocurrió, principalmente, porque la tasa de crecimiento real anual de los depósitos en cuentas de ahorros, cuyo saldo corresponde al 36,3% de los pasivos totales, disminuyó 3,7 pp (11,7% a junio de 2014). Asimismo, los depósitos en cuentas corrientes, que participan con el 11,9%, presentaron una disminución en su tasa de expansión, ubicándose en 9,0% a junio de 2014, cuando seis meses atrás era de 15,9%.

Por su parte, los CDT a menos de un año, que participan con el 12,1% de las cuentas pasivas, crecieron a un ritmo de 19% real anual, mientras que los CDT a más de un año, que representan el 13,3%, no registraron variaciones significativas en términos anuales. Es importante mencionar que los CDT a menos de un año continuaron creciendo a un mayor ritmo que los CDT de más largo plazo, e incluso estos últimos empezaron a registrar tasas negativas desde enero de 2014. Los bonos, que representan el 8,1%, mostraron tasas de expansión reales anuales negativas desde febrero de 2014, exhibiendo un ritmo de crecimiento de -8,5% a junio del mismo año.

Finalmente, la evolución de la estructura del balance de las entidades del sistema financiero muestra que la participación del patrimonio en el activo total ha seguido aumentando, afín con el comportamiento que se ha venido presentando desde junio de 2004 (Gráfico 21). En junio de 2014 el patrimonio representó el 14,7% del activo total, mientras que en el mismo mes de 2012 alcanzaba un nivel de 14,4%. No obstante, esto no ha generado cambios importantes en la razón de apalancamiento total (activos totales/patrimonio), la cual se ubicó en 6,8 veces a junio de 2014, cuando dos años atrás se encontraba en 7,0 veces⁵⁰.

Gráfico 21
Balance de los establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Utilidad, rentabilidad y solidez patrimonial⁵¹

A junio de 2014 la utilidad anualizada de los establecimientos de crédito ascendió a \$7,8 b, lo que representó un crecimiento real anual de 2,4%, cifra superior

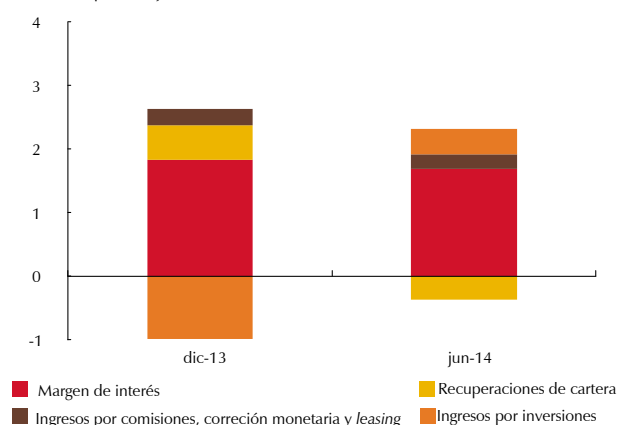
⁵⁰ El análisis de estas razones se hace bianual, debido a que en términos semestrales y anuales no presentan mayores variaciones.

⁵¹ Las cuentas del estado de resultados que se presentan en esta sección están anualizadas, lo que quiere decir que se toman los flujos acumulados en los últimos doce meses para cada una de ellas.

Gráfico 22
Cambios en los componentes de la utilidad de los establecimientos de crédito

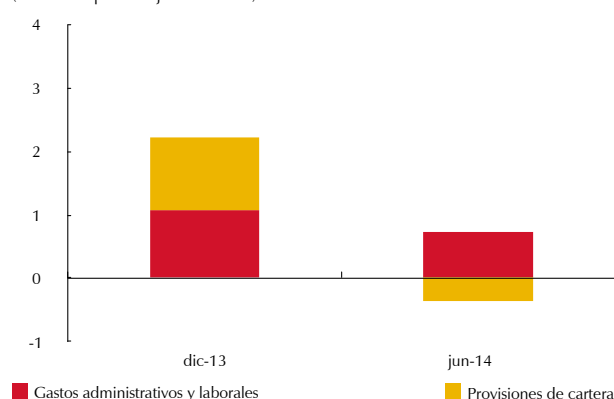
A. Ingresos

(billones de pesos de junio de 2014)



B. Gastos y provisiones

(billones de pesos de junio de 2014)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

en 2,3 pp a la observada en diciembre de 2013⁵². Este resultado se debió principalmente a la recuperación de los ingresos por inversiones, que pasaron de crecer a una tasa de -21,1% real anual en diciembre de 2013 a 9,4% en junio de 2014. Por el lado de los egresos, las utilidades anualizadas se beneficiaron del comportamiento mostrado por los gastos administrativos y laborales, los egresos por intereses y las provisiones de cartera. Por un lado, los gastos administrativos y laborales crecieron a un ritmo de 4,6% real anual en junio de 2014, mientras que en diciembre del año anterior crecían al 6,9%. Asimismo, los egresos por intereses cayeron 9,1%, cuando seis meses atrás lo hicieron a una tasa de -3,3%; mientras las provisiones de cartera disminuyeron a un ritmo de 3,2% real anual en junio de 2014, cuando en diciembre de 2013 decrecían a tasas de 11,3% (Gráfico 22).

Por su parte, los ingresos financieros están compuestos principalmente por los ingresos por intereses, que en junio de 2014 representaron el 66%, seguidos de los ingresos por comisiones, corrección monetaria y *leasing* (16,8%), ingresos por inversiones (10,7%) y otros ingresos (6,1%). Al comparar estas cifras con respecto a las de diciembre de 2013, se observa un comportamiento estable por parte de todos los rubros, a excepción de los ingresos por inversiones, que incrementaron su participación en 1,5 pp. En relación con los gastos, los administrativos y laborales, los egresos por intereses y las provisiones de cartera son los componentes más representativos, participando con el 36,4%, 25,5% y 23,9% a junio de 2014, respectivamente, siendo estos porcentajes similares a los observados seis meses atrás.

La rentabilidad de las entidades financieras, medida con el indicador de rentabilidad del activo (ROA)⁵³ y del patrimonio (ROE)⁵⁴, venía exhibiendo una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2013, pero a partir de febrero de 2014 se estabilizó alrededor de 1,7% en el caso del ROA y 12% en el del ROE. Este comportamiento se explica por la mejor dinámica exhibida por las utilidades. Es

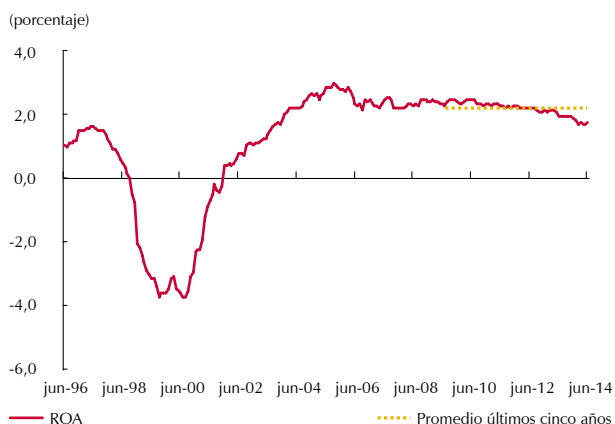
52 Se debe anotar que durante el primer semestre de 2014 la utilidad anualizada creció a tasas negativas (-5,4%, en promedio) a excepción del mes de junio de 2014, en el cual presentó una recuperación.

53 Corresponde a las utilidades anualizadas del ejercicio como proporción de los activos promedio de las entidades del sistema financiero de los últimos doce meses.

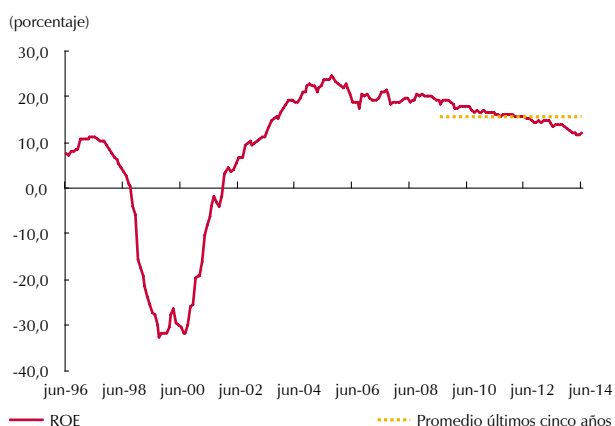
54 Se define como la razón entre las utilidades anualizadas y el patrimonio promedio de las entidades del sistema financiero de los últimos doce meses.

Gráfico 23
Indicadores de rentabilidad

A. Rentabilidad del activo (ROA)



B. Rentabilidad del patrimonio (ROE)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

importante señalar que, pese a la mejoría de los indicadores, sus valores siguen estando por debajo del promedio de los últimos cinco años (Gráfico 23).

A junio de 2014 la relación de solvencia de los establecimientos de crédito alcanzó un nivel de 15,5%, cifra levemente superior a la registrada seis meses atrás (15,2%) (Gráfico 24). El aumento en la solidez en el primer semestre de 2014 se debe principalmente a un decrecimiento del riesgo de mercado y a una desaceleración de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio. Por su lado, el nivel de solvencia básica se ubicó en 10,9% a junio de 2014. Es importante mencionar que los niveles de solvencia total y básica se encuentran por encima de los niveles mínimos regulatorios (9% y 4,5%, respectivamente)⁵⁵.

Al analizar las entidades con filiales en el exterior, es necesario construir un indicador de solvencia consolidado, con el propósito de incluir el análisis de las diferencias entre los niveles de apalancamiento tanto de la matriz como de las empresas subordinadas⁵⁶. Dicha medida se construye teniendo en cuenta el patrimonio técnico total de las entidades financieras que pertenecen al conglomerado y sus correspondientes activos ponderados por riesgo. De acuerdo con la información reportada a marzo de 2014⁵⁷, la relación de solvencia consolidada para el sistema, que se construye como un promedio ponderado por la participación patrimonial de cada establecimiento, es inferior al indicador construido a partir de la solvencia individual de cada entidad en

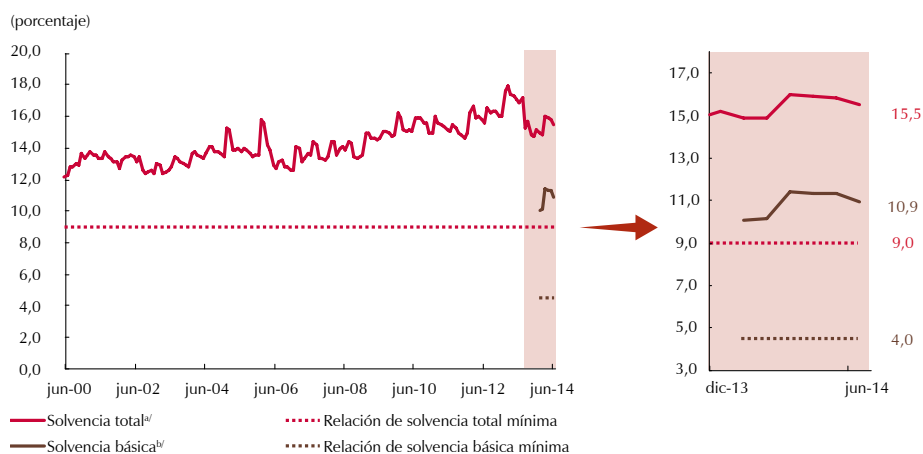
3,1 pp, ubicándose en 12,8%. Al comparar esta cifra con respecto a diciembre de 2013, se observa que la solvencia consolidada aumentó 69 pb (Gráfico 25).

55 El Decreto 1771 de 2012 introdujo un mínimo regulatorio de 4,5% para la solvencia básica, la cual se calcula igual que la total, pero utiliza el patrimonio básico ordinario neto de deducciones. Para mayor detalle sobre las cuentas que componen el patrimonio básico ordinario, remítase al numeral 2.2.2 del capítulo XIII de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia.

56 De acuerdo con la regulación de la Superintendencia Financiera de Colombia, los establecimientos de crédito que tienen filiales, y son dueños de más del 50% de las mismas, están obligados a presentar la solvencia consolidada del grupo. Por otra parte, si el establecimiento de crédito tiene una participación inferior al 50%, debe restar de su patrimonio técnico el de la filial.

57 La información de solvencia consolidada se presenta a marzo de 2014 por disponibilidad de la información.

Gráfico 24
Relación de solvencia de los establecimientos de crédito

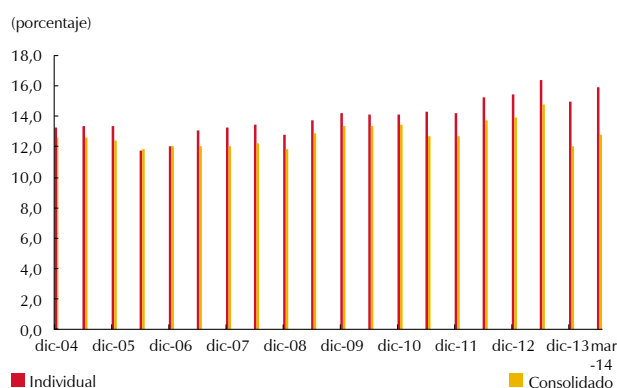


a/ A partir de agosto de 2013 el cálculo del patrimonio técnico se modificó y por ende los niveles de solvencia total antes y después de esta fecha no son comparables.

b/ La Superintendencia Financiera de Colombia empezó a calcular la solvencia básica para los establecimientos de crédito a partir de enero de 2014.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Solvencia ponderada



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

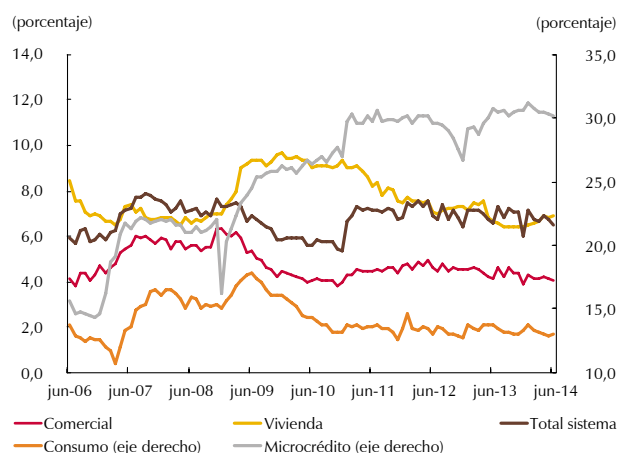
3. Márgenes de intermediación

El margen de intermediación *ex ante*⁵⁸ para el total del sistema presentó un aumento durante el primer semestre de 2014, alcanzando un valor de 6,5% a junio del mismo año, siendo 56 pb superior a lo observado seis meses atrás. En cuanto a los componentes del margen, durante dicho período las tasas de captación disminuyeron, pasando de 4,4% a 4,3%, mientras que las de colocación se incrementaron de 10,3% a 10,9%. Al analizar por modalidad de crédito, se observa un aumento en el margen *ex ante* de las carteras de vivienda⁵⁹ y comercial, mientras que el de los microcréditos y los créditos de consumo se redujo. En particular, el mayor incremento del margen lo presentó la cartera de vivienda, al pasar de 6,4% a 6,9%, mientras que la mayor reducción ocurrió en la cartera de microcrédito, cuyo margen se situó en 30,2%, 50 pb por debajo de su nivel de diciembre 2013 (Gráfico 26).

58 El margen *ex ante* corresponde a la diferencia entre las tasas activas a las que los intermediarios colocan los créditos de cada una de las modalidades y la tasa pasiva. Las tasas activas son promedios ponderados por el monto de los desembolsos de cada una de las modalidades de cartera. Por otro lado, las tasas pasivas son promedios ponderados por el monto captado de los CDT.

59 Para el cálculo del margen *ex ante* de la cartera de vivienda se utiliza la tasa activa de los créditos para adquisición de vivienda diferente de VIS.

Gráfico 26
Margen de intermediación *ex ante*, usando la tasa pasiva de los CDT



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Margen de intermediación *ex post*



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, el margen de intermediación *ex post*⁶⁰ se redujo durante el primer semestre de 2014, alcanzando un valor de 6,9% a junio de dicho año, siendo 18 pb inferior al registrado en diciembre de 2013 (Gráfico 27). Lo anterior obedece a que la tasa activa implícita disminuyó en niveles mayores a la tasa pasiva implícita. La primera presentó un decrecimiento de 45 pb entre diciembre de 2013 y junio de 2014, registrando un nivel de 10,7%. Por su parte, la tasa pasiva implícita pasó de 4% a 3,8%. Cabe resaltar que este margen continúa estando por debajo del promedio de los últimos cinco años.

En conclusión, para el primer semestre de 2014 se aprecia que el ritmo de crecimiento de la cartera bruta se mantuvo estable, lo cual obedece a que la desaceleración de las carteras de consumo y microcrédito se compensó con el mayor crecimiento de la cartera de vivienda y el comportamiento estable de la comercial. Por su parte, el crecimiento en las inversiones disminuyó considerablemente.

Con respecto a la evolución de las cuentas pasivas de los establecimientos de crédito durante los primeros seis meses de 2014, se observa un menor dinamismo de las captaciones. Lo anterior se explica principalmente por la dinámica de los bonos, los cuales empezaron a registrar tasas de crecimiento negativas. Adicionalmente, se observa una recomposición de los CDT hacia vencimientos más cortos. Por último, las utilidades mostraron una mejor dinámica, lo que se vio

reflejado en los indicadores de rentabilidad (ROA y ROE), los cuales se estabilizaron después de haber presentado una tendencia decreciente.

C. INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS

El análisis de las instituciones financieras no bancarias (IFNB) es de vital importancia para el objetivo de este *Reporte*, por cuanto son entidades que pueden influir en la estabilidad financiera. Por una parte, son agentes económicos que mediante la administración de portafolios se constituyen en vehículos de ahorro e inversión

⁶⁰ Este margen se calcula como la diferencia entre las tasas activas y las tasas pasivas implícitas, donde las primeras son los ingresos por intereses más la corrección monetaria —entendida como los reajustes por cambios en la unidad de valor real (UVR)—, como porcentaje de la cartera productiva, y las segundas, los egresos por intereses más la corrección monetaria, como porcentaje de los pasivos con costo.

del público en general. Por otra, son entidades altamente vinculadas con los demás agentes financieros, bien sea como contraparte en sus operaciones de mercado o debido a su pertenencia a algún grupo financiero. En consecuencia, son entidades que podrían llegar a ser agentes sistémicos en ciertas contingencias. Las IFNB que son analizadas en esta sección corresponden a la posición propia y de terceros de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP), de las sociedades fiduciarias (SFD), de las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) y de las sociedades administradoras de inversión (SAI). Por último, se analizan las compañías de seguros (CS).

Con el objetivo de dar un orden de magnitud al tamaño de cada uno de los sectores que componen las IFNB, en el Cuadro 7 se presenta el valor de los activos de estas entidades, su participación en el total del sistema financiero y la proporción de este en el producto interno bruto (PIB). A junio de 2014 el activo de las IFNB presentó

Cuadro 7
Activos de las IFNB

	Jun-13			Dic-13			Jun-14		
	Billones de pesos	Porcentaje de los activos del sistema financiero	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje de los activos del sistema financiero	Porcentaje del PIB	Billones de pesos	Porcentaje de los activos del sistema financiero	Porcentaje del PIB ^{a/}
Sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías	154,4	17,5	20,5	160,5	17,1	21,3	170,2	17,4	23,2
Posición propia	3,6	0,4	0,5	3,5	0,4	0,5	3,6	0,4	0,5
Pensiones obligatorias	128,8	14,6	17,1	136,0	14,5	18,0	143,9	14,7	19,6
Pensiones voluntarias	14,2	1,6	1,9	14,2	1,5	1,9	14,1	1,4	1,9
Cesantías	7,9	0,9	1,0	6,9	0,7	0,9	8,5	0,9	1,2
Compañías de seguros	42,9	4,9	5,7	45,2	4,8	6,0	46,3	4,7	6,3
Seguros generales	13,6	1,5	1,8	13,6	1,5	1,8	13,8	1,4	1,9
Seguros de vida	27,4	3,1	3,6	29,8	3,2	4,0	30,7	3,1	4,2
Sociedades fiduciarias	262,0	29,6	34,7	280,5	29,9	37,2	300,6	30,7	40,9
Posición propia	2,1	0,2	0,3	2,2	0,2	0,3	2,2	0,2	0,3
Fondos administrados	259,9	29,4	34,4	278,3	29,7	36,9	298,5	30,5	40,6
Comisionistas de bolsa	11,8	1,3	1,6	12,5	1,3	1,7	15,1	1,5	2,1
Posición propia	3,0	0,3	0,4	2,5	0,3	0,3	3,5	0,4	0,5
Fondos administrados	8,7	1,0	1,2	10,0	1,1	1,3	11,6	1,2	1,6
Total instituciones financieras no bancarias	471,1	53,3	62,4	498,7	53,2	66,2	532,2	54,3	72,5
Total del sistema financiero^{b/}	884,1	100,0	117,1	937,5	100,00	124,46	980,0	100,0	133,45

a/ PIB proyectado a junio de 2014.

b/ Incluye la cartera bruta total de los establecimientos de crédito.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

un crecimiento real anual de 13,0%, ubicándose en \$532,2 b, cifra que equivale al 72,5% del PIB y al 54,3% del activo del sistema financiero. Este incremento es explicado, principalmente, por el crecimiento de los fondos administrados por las SFD (14,8%) y de los fondos de pensiones obligatorias (11,7%).

Adicionalmente, es importante mencionar que las IFNB mantuvieron estable su participación dentro del total del activo del sistema financiero, al representar el 54,3% en junio de 2014. Por otra parte, vale la pena resaltar que los portafolios de mayor importancia debido a su tamaño dentro de cada uno de los sectores que se estudian, son los portafolios de los seguros de vida (CSV) y los administrados por las AFP, SFD y las SCB, razón por la cual en las siguientes subsecciones se analizarán en detalle estos fondos.

1. Administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP)

i. Posición propia

El activo de la posición propia de las AFP asciende a \$3,6 b a junio de 2014, lo cual no presentó cambios significativos con respecto al observado en diciembre del año anterior representando el 0,4% del activo del sistema financiero. Las inversiones representan el rubro más importante de esta cuenta, al registrar \$2,4 b, lo cual equivale al 65,5% del total de sus activos. Por otra parte, cuando se mide la razón entre los activos y los pasivos, con el fin de verificar si sus obligaciones se encuentran respaldadas por sus posiciones activas, se encuentra que entre diciembre de 2013 y junio de 2014 esta razón disminuyó, al pasar de 4,2 a 3,8 veces.

En cuanto a la composición de los ingresos de las AFP, se observa que el principal rubro es el ingreso operacional, con una participación del 98,3%. Este último, a su vez, está compuesto en un 82,7% por los ingresos derivados por comisiones y honorarios.

Por otro lado, al analizar la rentabilidad de estas entidades por medio de los indicadores ROA y ROE, se observa un aumento, al pasar de 10,7% y 14,1% en diciembre de 2013 a 13,7% y 18,6% seis meses adelante. El aumento en el ROA y ROE se explica por el mayor crecimiento real anual de las utilidades anualizadas (17,8%) a junio de 2014, cifra que es mayor al comportamiento registrado por los activos (2,0%) y el patrimonio (-1,9%) durante dicho período.

Adicionalmente, es importante monitorear el quebranto patrimonial⁶¹ de estas entidades, puesto que de llegar a ubicarse por debajo de 0,5 veces se causaría la disolución de la entidad⁶². Este indicador pasó de 13,0 a 13,5 veces durante el

61 Es la razón entre el patrimonio y el capital suscrito.

62 Las sociedades anónimas, como las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las sociedades fiduciarias (SFD) y las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), están sujetas al artículo 457 del

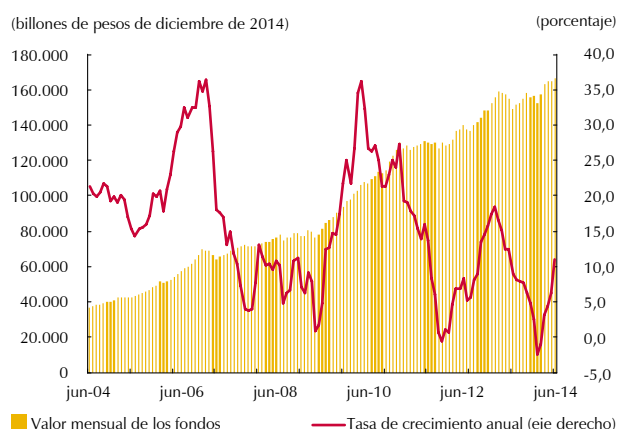
primer semestre de 2014, como consecuencia de una dinámica negativa del 1,7% del capital suscrito.

En resumen, los indicadores presentados sugieren una situación financiera favorable de las AFP, debido a un incremento en los indicadores de rentabilidad y el alto nivel de quebranto patrimonial. Sin embargo, su relación entre activos y pasivos disminuyó levemente.

ii. Fondos administrados

Durante el primer semestre de 2014 la tasa de crecimiento real anual de los fondos administrados por las AFP registró una mayor dinámica. A junio de 2014 este valor se ubicó en 11,1%, cuando seis meses atrás fue de 2,5%. Este comportamiento se debe al aumento en los aportes individuales de ahorro pensional y a las valorizaciones del portafolio de inversiones como respuesta a la dinámica de los mercados financieros.

Gráfico 28
Valor y crecimiento real de los fondos de pensiones



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Además, el saldo de los fondos administrados registró un valor de \$166,0 b en junio de 2014 (Gráfico 28), monto que representa el 17,0% de los activos del sistema financiero, siendo los fondos de pensiones obligatorias los que presentan la mayor participación.

Al separar los fondos administrados por las AFP según tipo, se encuentra que los de pensiones obligatorias (FPO) registraron un crecimiento real anual del 12,2% en su portafolio, alcanzando un nivel de \$143,8 b a junio de 2014. Por su parte, los fondos de cesantías (FC) mostraron una tasa de expansión real anual de 8,7%, llegando a niveles de \$8,5 b en junio de 2014. Entretanto, los fondos de pensiones voluntarias (FPV) exhibieron un crecimiento en términos reales de 1,8%, registrando así un valor de \$13,7⁶³ b a junio de 2014.

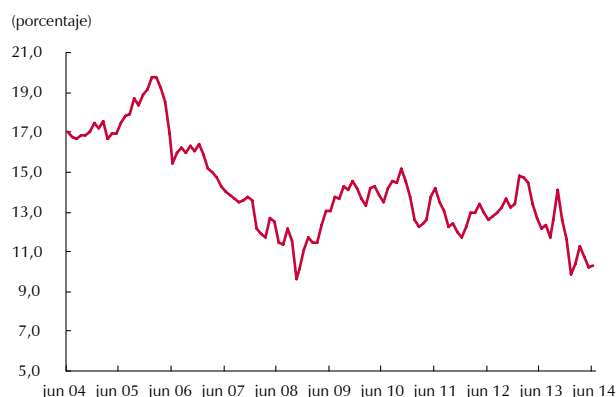
Al analizar la rentabilidad de los FPO⁶⁴ durante los últimos cinco años, se observa que durante el primer semestre de 2014 se registró una disminución en este

Código de Comercio, en cuanto a que una sociedad de esta clase se disolverá cuando ocurran pérdidas que reduzcan el patrimonio neto por debajo del 50% del capital suscrito. Adicionalmente, estas sociedades deben presentar una relación de patrimonio neto a capital pagado igual o mayor a 1 si desean pertenecer a los agentes colocadores de OMA (ACO) con los cuales el Banco de la República efectúa las operaciones de expansión y contracción, transitoria o definitiva.

63 Esta cifra no incluye los fondos de pensiones voluntarias administrados por las SFD y compañías de seguros.

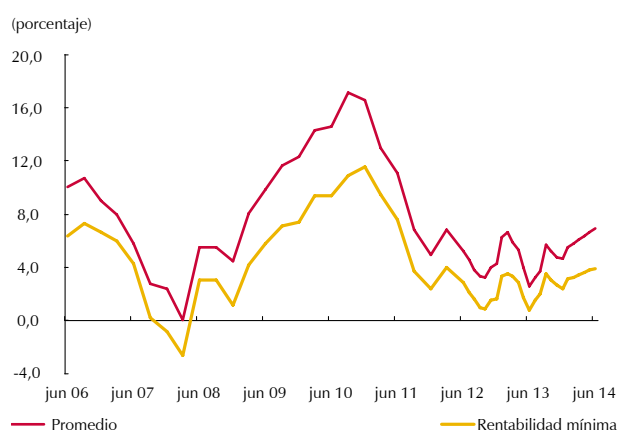
64 El cálculo que se presenta en la Gráfico 29, representa la rentabilidad para el fondo moderado (87% del total de los FPO en promedio desde el inicio del esquema de multifondos), y se calcula como la tasa interna de retornos para la ventana móvil de los cinco años anteriores a la fecha de estudio.

Gráfico 29
Rentabilidad de los últimos 5 años promedio de los FPO^{a/}



a/ A partir de enero de 2012 se toma la información de rentabilidad del fondo moderado.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 30
Rentabilidad bianual de los fondos de cesantías y rentabilidad mínima



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

indicador, pasando de 11,7% en diciembre de 2013 a 10,3% seis meses después (Gráfico 29). Es importante mencionar que la rentabilidad de los fondos conservador y de retiro programado se ha encontrado en promedio 2,0 pp por encima de la rentabilidad mínima⁶⁵ que deben cumplir desde la implementación de este requisito en agosto de 2013. Adicionalmente, la rentabilidad mínima para los fondos moderado y de mayor riesgo se encuentra 3,0 pp y 5,3 pp por debajo de la rentabilidad observada para estos fondos. Vale la pena mencionar que este requisito no se encuentra en vigencia para estos últimos⁶⁶.

Por otra parte, la rentabilidad bianual de los FC presentó un aumento durante el primer semestre de 2014, ubicándose en un nivel de 6,9% en junio de 2014, comparado con el 4,6% que se registró seis meses atrás (Gráfico 30).

En cuanto a la composición de los FPO dentro del esquema de multifondos, no se registraron cambios significativos durante el primer semestre de 2014. El fondo moderado sigue concentrando la mayoría de los recursos, representando a junio de 2014 el 85,5% de los FPO. Por su parte, el fondo conservador, el de mayor riesgo y el de retiro programado participaron en 6,8%, 1,0% y 6,7% en el mismo mes, respectivamente. Lo anterior se podría explicar por dos razones: la primera es que los afiliados tienen una preferencia por el fondo moderado, y la segunda es que gran parte de estos ha optado por no escoger tipo de fondo⁶⁷.

Al analizar la composición de las inversiones para cada tipo de portafolio dentro del esquema de multifondos, se observa que, en general, durante el primer semestre de 2014 se presentó un aumento en la participación de títulos cuyos emisores son del exterior y de aquellos de renta fija cuyos emisores son vigilados por la SFC. Por el lado de la participación de los títulos de deuda pública, esta permaneció igual o dis-

65 El cálculo de la rentabilidad mínima se ha realizado para todos los fondos con información desde agosto de 2011.

66 El requisito de cumplimiento de rentabilidad mínima entró en vigencia a partir del 31 de agosto de 2013 para el fondo conservador y de retiro programado y comenzará a aplicarse en agosto de 2014 para los fondos moderado y de mayor riesgo, respectivamente. Véase el recuadro “Reformas al régimen de pensiones de ahorro individual con solidaridad”, del Reporte de Estabilidad Financiera de septiembre de 2010.

67 Lo anterior se debe a que, según la regulación, las personas que no escogieron el tipo de fondo se ubicaron por defecto en el moderado.

minuyó levemente. Es importante mencionar que la exposición a los distintos títulos se encuentra por debajo del máximo regulatorio para todos los fondos.

Al desagregar por tipo de fondo, se observa que el conservador y el moderado registraron las mayores disminuciones en la participación de los títulos de deuda pública, con una reducción del 3,5% y 1,5%, respectivamente, durante el primer semestre de 2014. Es importante resaltar que el fondo moderado, junto con el de retiro programado, debido a su naturaleza de bajo riesgo, siguen concentrados en este tipo de títulos, registrando proporciones de 48,9% y 53,6% en junio de 2014, en su orden.

Por otro lado, para todos los fondos se observó un leve incremento en la participación de los títulos de renta fija cuyos emisores son vigilados por la SFC. En especial el mayor incremento lo presentó el fondo conservador, cuya participación en este tipo de títulos aumentó en 2,2 pp, ubicándose a junio de 2014 en 23,8%.

Entretanto, al igual que hace seis meses, el fondo de mayor riesgo continúa presentando un portafolio diversificado entre títulos de deuda pública, renta variable nacional y deuda externa. A junio de 2014 estos participaron con el 27,1%, 34,9% y 31,5% de este fondo, respectivamente (Gráfico 31). Es importante resaltar que este fondo presentó una disminución considerable en la participación del portafolio en moneda extranjera sin cobertura, el cual disminuyó 5,2 pp, ubicándose en 11,2%.

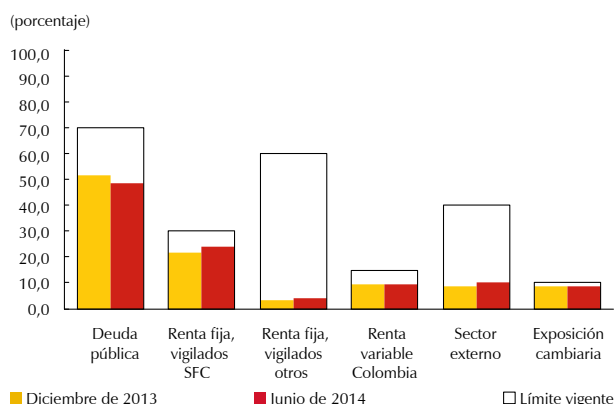
Por último, para todos los tipos de fondos se observa que el porcentaje del portafolio de títulos cuyos emisores son del exterior ha presentado un aumento promedio de 1 pp frente a diciembre de 2013⁶⁸. A junio de 2014 esta proporción fue de 10,5% para el fondo conservador, 31,5% para el de mayor riesgo, 18,6% para el fondo moderado y 9,3% para el fondo de retiro programado (Gráfico 31).

En resumen, a junio de 2014 se observa un mayor crecimiento en el valor de los fondos administrados por las AFP, si se compara con el observado a diciembre de 2013. En cuanto a la rentabilidad de estas entidades, se presentó una disminución en la del fondo de pensiones obligatorias, en comparación con lo observado seis meses atrás. Sin embargo, cabe destacar que este indicador se encuentra por encima de la rentabilidad mínima en todos los fondos del esquema de multifondos. Finalmente, al analizar la composición del portafolio de los FPO, se observó un aumento en la participación de los títulos cuyos emisores son vigilados por la SFC y aquellos que son del exterior, acompañado de una leve disminución en la participación de los títulos de deuda pública.

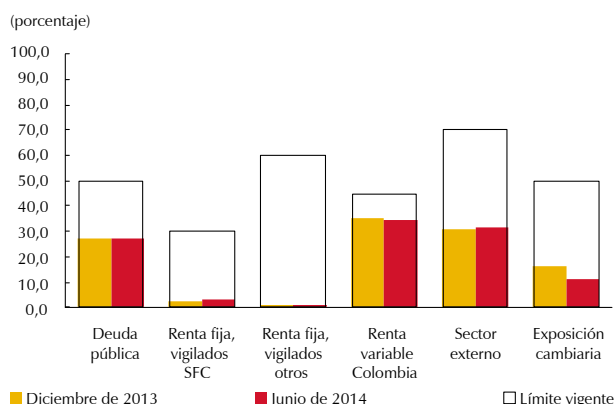
68 En estos títulos se incluyen aquellos que son emitidos o garantizados por gobiernos y bancos centrales extranjeros, o por ambos; títulos de deuda cuyo emisor, garante, aceptante u originador de una titularización sean bancos comerciales del exterior comerciales o de inversión o entidades diferentes a bancos; participaciones en fondos representativos de índices de *commodities*, de acciones (incluidos los *ETF*), participaciones en fondos representativos de precios de *commodities* y fondos mutuos o de inversión internacionales (*mutual funds*) o esquemas de inversión colectiva que tengan estándares de regulación y supervisión equivalentes a los de estos, que tengan por objetivo principal invertir en acciones o sean balanceados, entendiendo por estos últimos aquellos que no tengan como objetivo principal invertir en acciones o en títulos de deuda y acciones emitidas por entidades del exterior o certificados de depósitos negociables representativos de dichas acciones (ADR y GDR).

Gráfico 31
Composición del portafolio de los FPO frente a los límites legales vigentes

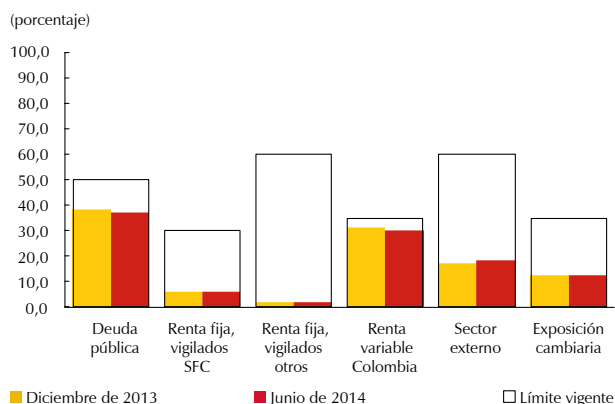
A. Fondo conservador



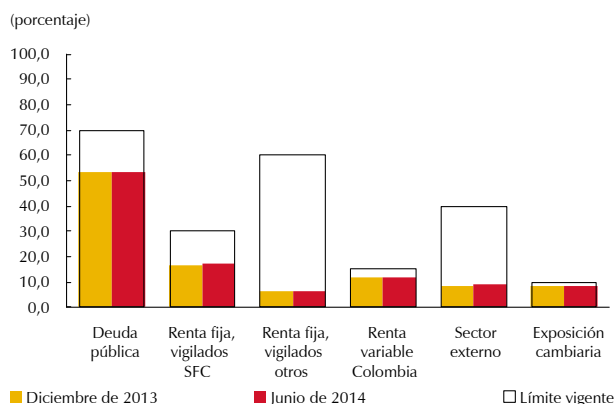
B. Fondo de mayor riesgo



C. Fondo moderado



D. Fondo de retiro programado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Sociedades fiduciarias

i. Posición propia

El activo de la posición propia de las SFD asciende a \$2,19 b a junio de 2014, valor superior al presentado seis meses antes (\$2,16 b). Las inversiones y el disponible representan los rubros más importantes de esta cuenta, al registrar \$1,1 b y \$0,4 b, respectivamente, lo cual, en conjunto, equivale al 68,7% del total de sus activos. No obstante, sus inversiones únicamente corresponden al 0,1% de las inversiones del sistema financiero. Por otra parte, cuando se mide la razón de los activos sobre pasivos, se encuentra que entre diciembre de 2013 y junio de este año esta razón disminuyó de 5,7 a 5,2 veces.

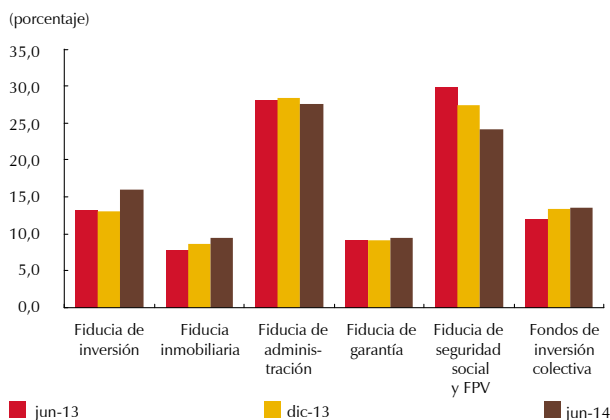
En cuanto a la composición de los ingresos de las SFD, se observa que el principal rubro es el ingreso operacional, con una participación del 96,4%. Este último, a su vez, está compuesto en un 75,5%, 10,4% y 6,2% por los ingresos derivados por

comisiones y honorarios, el rubro de diversos⁶⁹, y dividendos y participaciones, respectivamente.

Al analizar la rentabilidad de estas entidades por medio de los indicadores ROA y ROE, se observa un aumento, al pasar de 16,4% y 19,8% en diciembre de 2013 a 17,9% y 22,3% seis meses adelante, respectivamente. Sin embargo, al comparar los mismos indicadores con los registrados un año antes, se observa que tanto el ROA y el ROE actuales se encuentran por debajo de los de junio de 2013 (20,98% y 26,32%, respectivamente). Este comportamiento, en el último año, se explica por el mayor crecimiento anual de los activos y patrimonio frente al de las utilidades. Adicionalmente, el indicador de quebranto patrimonial de estas entidades se mantuvo en 3,0 veces. Cabe aclarar que este indicador se ubica en el promedio de los dos últimos años.

En resumen, los indicadores presentados sugieren un panorama alentador de la situación financiera de las SFD; se observan mejoras en los indicadores de rentabilidad y se mantuvieron los niveles del indicador de quebranto patrimonial; sin embargo, el respaldo de los pasivos disminuyó.

Gráfico 32
Distribución de los activos administrados por las sociedades fiduciarias por tipo de negocio



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

ii. Fondos administrados

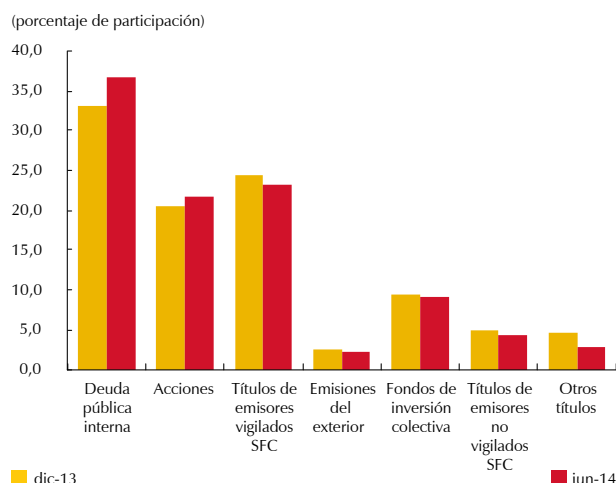
A junio de 2014 las SFD administraron fondos⁷⁰ por un valor de \$299,9 b⁷¹ (40,9% del PIB), lo que representa un crecimiento real anual de 7,1%. De estos activos, el 27,5% corresponde a fiducia de administración, el 23,7% a recursos de la seguridad social, el 15,9% a fiducias de inversión, el 13,5% a fondos de inversión colectiva (FIC) y el restante a otros activos fideicomitidos. Entre estos últimos se encuentran las fiducias inmobiliarias (9,5%), las de garantía (9,4%) y los fondos de pensiones voluntarias (0,5%) (Gráfico 32). Del total de los activos administrados por las SFD, las

69 Este rubro está, a su vez, conformado por ingresos operacionales, consorcios o uniones temporales.

70 Los fondos administrados por las SFD provienen de diferentes tipos de negocios: *la fiducia de inversión*, donde el cliente le entrega una suma de dinero al fiduciario para que la invierta en títulos y cuide de estas inversiones, esta modalidad se conoce como de destinación específica; *la fiducia de administración*, en la cual los clientes entregan bienes a la fiducia sin perder la propiedad sobre estos, para que la fiducia los administre de acuerdo con lo pactado en el contrato; *la fiducia inmobiliaria*, cuyo fin es administrar recursos y bienes atados a un proyecto inmobiliario; *la fiducia de garantía*, donde se administran los recursos o bienes que el cliente coloca como garantía de una deuda que tiene con un tercero; *la fiducia de fondos de inversión colectiva*, la cual gestiona fondos cuyos recursos provienen de dos o más personas para obtener resultados económicos colectivos; *la fiducia de seguridad social*, la cual administra los fondos destinados para la seguridad social, y *la fiducia de fondos de pensiones voluntarias*, que administra los fondos que los clientes destinan para tal fin.

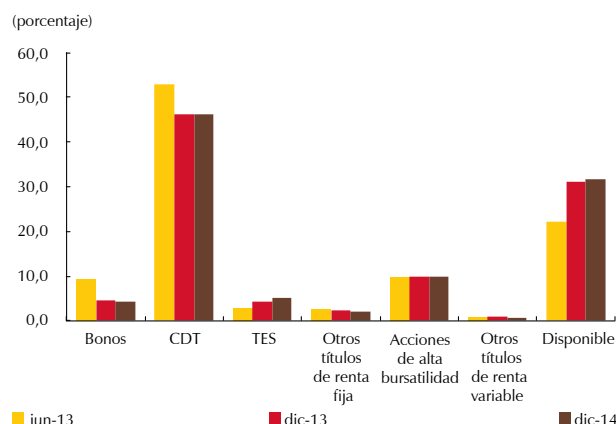
71 Esta cifra incluye el valor de los fondos de pensiones voluntarias administrados por las SFD.

Gráfico 33
Composición de las inversiones de las SFD



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 34
Composición de los fondos de inversión colectiva de naturaleza abierta administrados por las SFD



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

inversiones representaron el 56,9%⁷² a junio de 2014, ubicándose en \$170,8 b, cifra que es mayor en \$11,5 b al valor registrado seis meses atrás.

Al analizar su portafolio de inversiones, se observa que las mayores participaciones se presentan en las inversiones en deuda pública interna, los títulos de emisores vigilados por la SFC y las acciones; los cuales representan el 36,6%, 23,1% y 21,6% del total de las inversiones, respectivamente (Gráfico 33). Vale la pena mencionar que en el último semestre aumentó la participación de las acciones y los títulos de deuda pública, mientras que se redujo la de los títulos de emisores vigilados y no vigilados por las SFC, las emisiones del exterior y el rubro de otros títulos.

Adicionalmente, se analiza el portafolio de los FIC de naturaleza abierta⁷³, debido a sus potenciales efectos sistémicos, considerando que estos fondos son susceptibles a corridas por parte de los inversionistas, además del alto nivel de recursos que administra. El nivel de activos de estos fondos presentó un incremento, al pasar de \$32,1 b⁷⁴ en diciembre de 2013 a \$34,7 b para junio de este año, de los cuales el 31,7% corresponde al disponible.

Con respecto al comportamiento de la composición de las inversiones de estos fondos, se observa que de diciembre de 2013 a junio de 2014 aumentó la participación de los TES y acciones de alta bursatilidad, mientras que se mantuvo constante la participación de CDT y se redujo la participación en bonos, otros títulos de renta fija y otros títulos de renta variable. Cabe destacar que

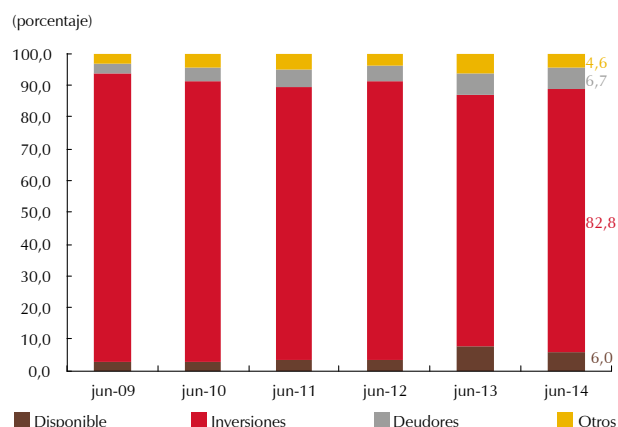
las inversiones de estos fondos se encuentran concentradas en CDT (46,2%) y en acciones de alta bursatilidad (9,9%) (Gráfico 34).

72 Por su parte, el rubro propiedades y equipos representa el 10,3%, el disponible el 9,5%, los otros activos el 8,8%, las cuentas por cobrar el 8,2%, bienes realizables y recibidos en pago el 5,3%, y la cartera de créditos el 1,0%.

73 Son aquellos donde los inversionistas pueden redimir su participación contra el administrador del fondo, en los términos en que lo estipula el contrato, lo cual puede ser dentro de los siguientes tres días hábiles, es decir, a la vista, o con el pacto de permanencia que establezca dicho contrato. Para mayores detalles sobre los tipos de FIC, véase el recuadro “Cambios en la regulación del sistema financiero, 2012-2013”, del *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2013.

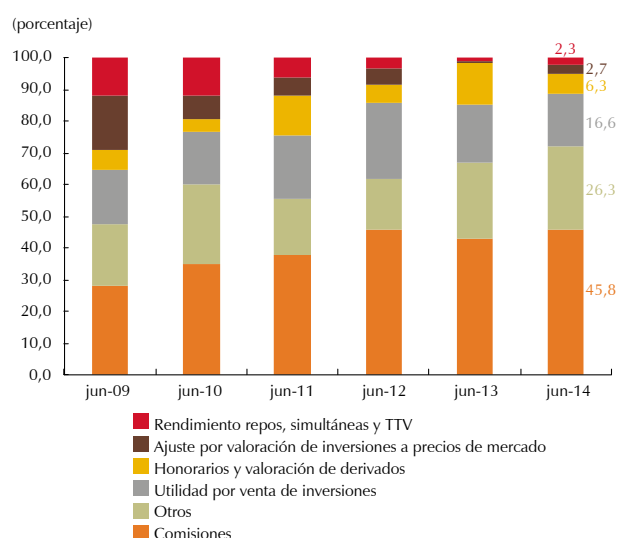
74 Estos saldos corresponden al valor de mercado en pesos más intereses del formato 351 de la SFC. La posesión de estos títulos se cuenta si no se encuentran comprometidos en operaciones de reporto, transferencia temporal de valores (TTV) o simultáneas que impliquen la transferencia de propiedad del título objeto de la operación; en caso contrario, estos títulos se cuentan para su contraparte.

Gráfico 35
Composición de los activos de las SCB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 36
Composición de los ingresos de las SCB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

3. Sociedades comisionistas de bolsa

i. Posición propia

El activo de la posición propia de las SCB creció a una tasa real anual de 14,8% a junio de 2014, ubicándose en \$3,5 b⁷⁵ lo cual representa el 0,4% de los activos del sistema financiero. La cuenta de “inversiones, derivados y posiciones activas en operaciones de mercado monetario y relacionadas” son el rubro más importante de esta cuenta, al registrar \$2,9 b, lo cual equivale al 82,8% del total de activos de estas entidades. Por su parte, el disponible y las deudas por cobrar son el 6,0% y el 6,7% del activo, respectivamente (Gráfico 35).

Cuando se mide la razón entre los activos y los pasivos, se encuentra que entre diciembre de 2013 y junio de 2014 esta razón disminuyó, al pasar de 1,5 a 1,3 veces.

En cuanto a la composición de los ingresos, a junio de 2014 las SCB los obtienen principalmente de las comisiones que cobran a sus clientes (45,8%), de otros ingresos⁷⁶ (26,3%) y de las utilidades provenientes de la venta de inversiones (16,6%). Cuando se analiza esta composición a lo largo del tiempo, pese a la caída en el año 2013, las comisiones siguen representando el componente más relevante de los ingresos de estas entidades (Gráfico 36)⁷⁷.

Al analizar en detalle las comisiones para las SCB, se puede encontrar que a junio de 2014 los rubros más importantes son los correspondientes a la administración de fondos de valores o de inversión (35,2%), los contratos por comisión (32,5%), y los contratos

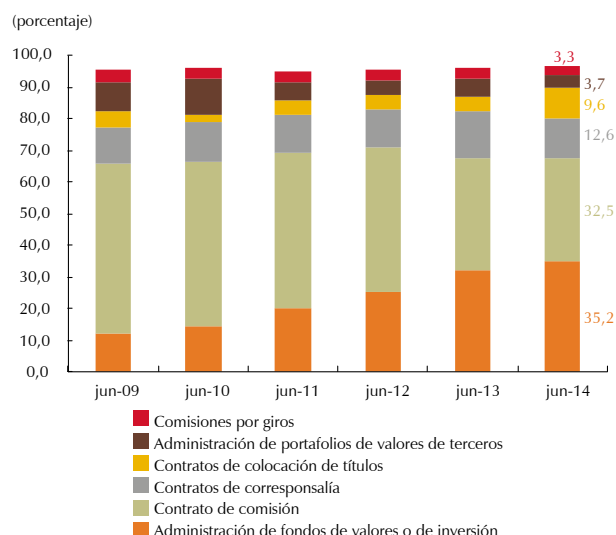
⁷⁵ El activo de la posición propia de las SAI decreció a una tasa del 57,9% real anual en junio de 2014 alcanzando los 17 mm.

⁷⁶ En esta categoría se incluyen los ingresos por cambios, por utilidad en la venta de derivados de especulación, de cobertura y la utilidad por valoración en derivados de cobertura. Adicionalmente, se incluye la cuenta “diversos” y los ingresos no operacionales.

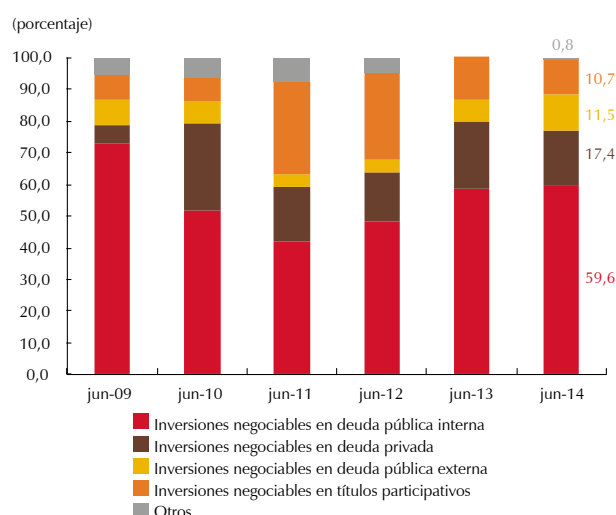
⁷⁷ Por el lado de las SAI, los ingresos de estas entidades provienen casi en su totalidad de las comisiones que se derivan de la administración de fondos de valores o de inversión (89%). La importancia de las comisiones para las SAI ha sido alta durante todo el período de análisis.

Gráfico 37
Composición de las comisiones y de la venta de inversiones de las SCB

A. Comisiones



B. Venta de inversiones



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de correspondencia (12,6%)⁷⁸. Al analizar los rubros a lo largo del tiempo, se observa una sustitución entre los contratos de comisión y los de administración de fondos de valores a partir de 2009 (Gráfico 37, panel A). En cuanto a las utilidades por la venta de inversiones, estas estuvieron compuestas, en orden de importancia, por la venta de títulos de deuda pública interna (59,6%), de deuda privada (17,4%), deuda pública externa (11,5%) y títulos participativos (10,7%) (Gráfico 37, panel B).

Cuando se analiza en detalle la rentabilidad de las SCB por medio de los indicadores ROA y ROE, se observa una disminución en estos, al pasar de 3,2% y 9,2% a 1,8% y 7,7%, respectivamente, entre diciembre de 2013 y junio de 2014. La disminución en el ROA se explica por el incremento en el activo (14,9%) y un decrecimiento en las utilidades (-6,5%). Por el lado del ROE el comportamiento del indicador se debe al mayor decrecimiento en las utilidades (-6,5%), frente al observado por el patrimonio (-2,6%)⁷⁹. Adicionalmente, el indicador de quebranto patrimonial de estas entidades disminuyó al pasar de 2,6 a 2,5 veces en los últimos seis meses. Esta cifra es inferior al promedio de los últimos cinco años (3,0 veces).

En resumen, los indicadores analizados sugieren una situación financiera a junio de 2014 menos favorable a la observada en diciembre de 2013. Lo anterior, debido a una disminución en los indicadores de rentabilidad, una menor razón entre los activos y pasivos y un menor quebranto patrimonial de estas entidades.

78 Con respecto a este tipo de ingresos, el contrato por comisión es el acuerdo mediante el cual la SCB se obliga a comprar o vender valores en nombre propio pero por cuenta de un inversionista; por otro lado, la administración de fondos de valores o fondos de inversión es una operación mediante la cual la entidad se compromete con el emisor a vender entre el público la totalidad de una emisión o una parte de ella, realizando los cobros de capital y rendimientos, junto con la realización de reinversiones, según lo disponga el inversionista; cabe de resaltar que en esta actividad la SCB no toma decisiones a nombre del cliente sin previa consulta. Por último, de acuerdo con el Decreto 2558 de 2007, existen contratos entre la SCB y entidades del exterior o locales para la promoción de los servicios que estas últimas ofrecen, tales contratos son denominados de correspondencia, donde las SCB podrán adelantar las labores correspondientes a la entrega y recepción de dinero, títulos y demás documentos complementarios.

79 Los indicadores de rentabilidad de las SAI se deterioraron entre diciembre de 2013 y junio de 2014. El ROA pasó de -10,2% a -14,1% y el ROE de -13,0% a -15,1%. Este comportamiento es debido a las pérdidas que han presentado estas entidades durante el período de análisis.

ii. Fondos Administrados (SCB)

El valor del activo de los fondos administrados por las SCB alcanzó \$11,6 b en junio de 2014, en comparación con los \$10,0 b de diciembre de 2013 y representa el 1,2% de los activos del sistema financiero, donde las inversiones representan el 67,2% de estos activos. El disponible constituye el 20,1% del total del activo.

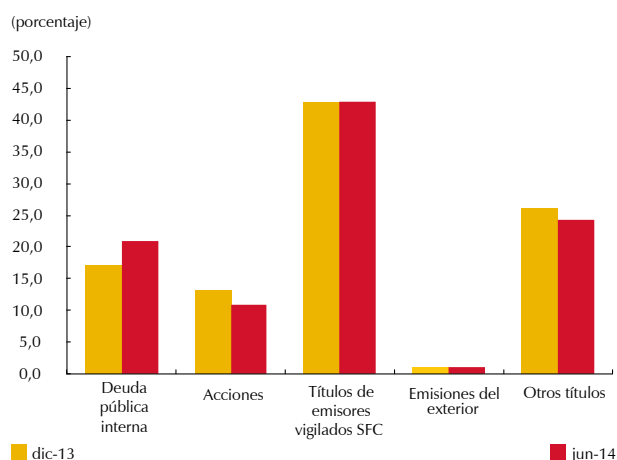
Cuando se analiza la composición del portafolio, se puede observar que los rubros más representativos son las inversiones en títulos de emisores vigilados por la SFC, títulos de deuda pública interna y acciones, los cuales a junio de 2014

representaron el 42,9%, 20,9% y 10,8% del portafolio, respectivamente (Gráfico 38). Al comparar esta composición con la de diciembre de 2013, se observa que los títulos de deuda pública fueron los que ganaron mayor participación, mientras que las acciones fue el rubro que mayor participación, perdió.

En cuanto el portafolio de los FIC de naturaleza abierta, se observa un incremento, al pasar de \$6,9 b en diciembre de 2013 a \$8,1 b seis meses después, de los cuales el disponible representó el 27,1%. Las inversiones de estos fondos se encuentran concentradas en CDT (44,4%) (Gráfico 39). Con respecto al comportamiento de la composición de las inversiones de estos fondos, se observa que entre diciembre de 2013 y junio de 2014 se redujo la participación de los bonos y de otros títulos de renta fija, mientras que aumentó la de CDT y TES (comportamiento similar al del último semestre de 2013). Por su parte, los títulos de renta variable disminuyeron su participación durante los primeros seis meses de 2014.

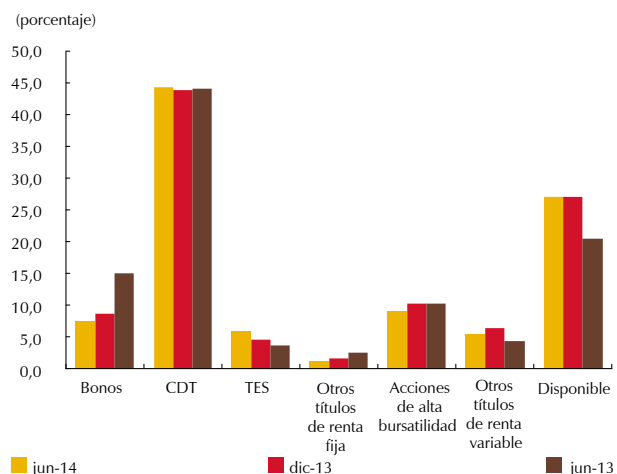
En resumen, el valor de los activos de los fondos administrados por las SCB a junio de 2014 creció con respecto a lo observado en diciembre de 2013. En cuanto a la composición del portafolio, las inversiones más representativas son los títulos de emisores vigilados por la SFC, los títulos de deuda pública interna y las acciones. Por el lado del portafolio de los FIC de naturaleza abierta, se observó un incremento durante el primer semestre de 2014, donde se encontró que las inversiones están principalmente concentradas en CDT.

Gráfico 38
Composición de las inversiones SCB y SAI



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
Composición de los fondos de inversión colectiva de naturaleza abierta administrados por las SCB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

4. Industria aseguradora⁸⁰.

El activo de las compañías de seguros exhibió un crecimiento real anual de 7,8% y se ubicó en \$46,3 b en junio de 2014, lo cual equivale al 6,3% del PIB. Este rubro está principalmente distribuido entre las compañías de seguros de vida (CSV: 66,3%) y las generales (CSG: 32.4%)⁸¹.

Para analizar el desempeño de este tipo entidades se hace seguimiento al resultado neto de sus operaciones, el cual se compone del resultado técnico y del producto del portafolio de las inversiones. El primero refleja las pérdidas o ganancias propias de la operación de seguros y se calcula como la diferencia entre los ingresos por las primas que se emiten y los costos en que se incurre (tales como reaseguro, siniestralidades pagadas, gastos administrativos, entre otros); mientras que el segundo refleja el rendimiento de las inversiones de las reservas de estas entidades.

Durante el primer semestre de 2014 el resultado neto sobre primas emitidas aumentó para las CS, pasando de 3,8% en diciembre de 2013 a 7,5% en junio del año en curso. Este mayor resultado se explica por el incremento del producto de inversiones por primas emitidas, que pasó de 10,1% a 14,9% en el mismo lapso, a pesar que durante este período el resultado técnico por primas emitidas registró una disminución, al pasar de -6,3% a -7,4%. Por categoría de seguros se observa que para los *generales* el resultado neto por prima emitida exhibió un incremento semestral de 1,5 pp, ubicándose en 3,5% a junio de 2014, mientras que para los de *vida* el resultado aumentó 3,7 pp, situándose en 11,7% para el mismo período (Cuadro 8).

Para analizar la evolución de los componentes que constituyen el resultado técnico, se observa el índice combinado. Este indicador se define como la razón entre los diferentes costos asociados con el negocio y con los ingresos

Cuadro 8
Resultados neto, técnico y producto de inversiones sobre primas emitidas

	Jun-13			Dic-13			Jun-14		
	Generales	Vida	Total	Generales	Vida	Total	Generales	Vida	Total
Resultado técnico/ primas emitidas	(1,64)	(12,04)	(6,60)	(2,17)	(10,09)	(6,26)	(2,83)	(12,23)	(7,42)
Producto inversiones/ primas emitidas	5,45	13,81	9,43	5,64	14,21	10,07	6,30	23,88	14,88
Resultado neto/ primas emitidas	3,82	1,77	2,84	2,02	3,83	380,60	3,47	11,65	7,46

Fuente: Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda).

80 En esta sección no se analiza el portafolio administrado de este grupo de entidades, debido a que administran únicamente un fondo de pensiones voluntarias con un activo de \$0,2 b a junio de 2014.

81 Se incluyen las cooperativas de seguros, debido a que estas entidades ofrecen servicios similares a los de las compañías de seguros generales y son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

por primas ajustados por reaseguros. Un valor superior al 100% en este indicador se entiende como una ineficiencia, dado que los costos son superiores a los ingresos. A junio de 2014 el índice combinado alcanzó un nivel de 107%, explicado, principalmente, por la evolución y la alta participación que tienen las siniestralidades pagadas (64,7% para el total), seguido de los gastos administrativos y de personal (28,9% para el total).

Al comparar el indicador combinado por tipo de CS, se evidencia que en las CSV la siniestralidad pagada constituye una proporción de los ingresos superior a la exhibida por las CSG. A junio de 2014 este rubro representó el 73,5% en las CSV, mientras que en las CSG alcanzó una participación de 54,2%. Lo opuesto sucede para el rubro de gastos administrativos, personal y otros, donde para las CSV representa una menor proporción (23,2%) de sus ingresos frente a la registrada por las CSG (35,7%) (Cuadro 9).

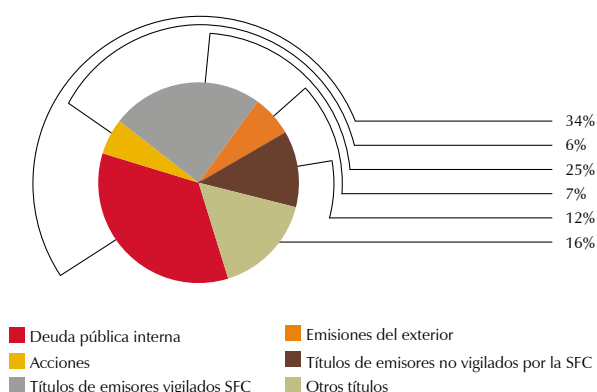
Cuadro 9
Índice combinado

	Jun-13			Dic-13			Jun-14		
	Generales	Vida	Total	Generales	Vida	Total	Generales	Vida	Total
	(porcentaje)								
Siniestralidad	53,54	72,68	63,48	54,59	72,04	63,88	54,18	73,52	64,70
Gastos administrativos, personal y otros	34,81	25,21	29,83	34,66	24,32	29,15	35,74	23,17	28,90
Comisiones netas	14,73	12,38	13,51	14,82	12,28	13,47	15,06	12,04	13,42
Índice combinado	103,08	110,27	106,81	104,07	108,65	106,51	104,97	108,72	107,01

Fuente: Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda).

Por otro lado, a junio de 2014 el portafolio de inversiones representó el 73,7% de los activos, lo cual equivale al 4,5% de las inversiones del sistema financiero.

Gráfico 40
Portafolio de inversiones de las CS



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

El portafolio de estas instituciones se encuentra compuesto principalmente por TES y títulos de entidades vigiladas y no vigiladas por la SFC, los cuales representan el 34,5%, 24,5% y 12,3% del total del portafolio, respectivamente (Gráfico 40).

En cuanto a los indicadores de rentabilidad, se observa que para la industria aseguradora el ROA y el ROE aumentaron entre diciembre de 2013 y junio de 2014, al pasar de 1,4% y 6,4% a 2,1% y 10,0%, en su orden. Este comportamiento obedece al mayor aumento de las utilidades (58,9%), frente a los incrementos del activo (2,6%) y del patrimonio (1,4%). Por tipo de compañía, se observa una dinámica similar, puesto que tanto las compañías de seguros de vida, como las generales exhibieron aumentos en ambos indicadores.

En resumen, para el sector asegurador se observa que el rendimiento de sus inversiones sigue cubriendo los costos asociados con el negocio, lo que se ve reflejado en el aumento del resultado neto sobre primas emitidas y en los indicadores de rentabilidad. Adicionalmente, al analizar el índice combinado, se observa que su resultado se explica, principalmente, por la alta participación de las siniestralidades pagadas.

Recuadro 1

REESTRUCTURACIÓN DE CRÉDITOS EN COLOMBIA

Esteban Gómez
Miguel Ángel Morales*

En períodos de estrés la reestructuración de créditos (*forbearance*) puede ayudar a los bancos a reducir pérdidas y evitar que sus clientes incumplan con sus obligaciones; sin embargo, esta práctica también podría afectar la estabilidad financiera del sistema y restringir la oferta de crédito cuando se realiza indiscriminadamente (Bank of England, 2011).

En este recuadro se analizan los riesgos asociados con los procesos de reestructuración de créditos y se muestra un diagnóstico de esta práctica en el sistema financiero colombiano. En la primera sección se presentan las definiciones de reestructuración crediticia y su clasificación; en la segunda se discuten los objetivos y riesgos de la reestructuración de créditos; en la tercera se presenta la experiencia internacional, y en la última se realiza el diagnóstico local, utilizando los resultados de la *Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia* de junio de 2014.

1. Definiciones

En el ámbito internacional, la reestructuración de créditos se entiende como la renegociación o relajamiento de los términos iniciales del contrato crediticio como respuesta a una situación en la que el prestatario se encuentra en una situación de estrés (Financial Services Authority [FSA], 2011).

Para el caso de Japón, Sekine *et al.* (2003) reconocen que no existe una única definición de reestructuración crediticia; sin embargo, entienden por reestructuración: la refinanciación total o parcial de un crédito a una firma, a pesar de que la firma se encuentra en dificultades financieras y es posible que no pueda pagar el crédito. De manera similar, el Banco de Inglaterra lo define como el apoyo que un banco otorga a clientes que se encuentran en dificultades financieras, al relajar los términos regulares del contrato. Esta ayuda podría surgir de distintas maneras, tales como ignorar alguna cláusula del crédito para generar alivios financieros al deudor, dar al deudor más tiempo para cumplir con sus obligaciones, o cualquier otra estrategia que le permita cumplir con sus pagos (Bank of England, 2011).

En Colombia el concepto de reestructuración de créditos, también conocido informalmente como *normalización*, se

define en el capítulo II de la Circular Básica Contable y Financiera (numeral 1.3.2.3.3), como: “[...] cualquier mecanismo excepcional, instrumentado mediante la celebración y/o ejecución de cualquier negocio jurídico, que tenga por objeto modificar las condiciones originalmente pactadas con el fin de permitirle al deudor la atención adecuada de su obligación ante el real o potencial deterioro de su capacidad de pago [...]”. Adicionalmente, se consideran reestructuraciones los acuerdos celebrados en el marco de las leyes 550 de 1999, 617 de 2000 y 1116 de 2006¹, o las normas que las adicionen o sustituyan, así como las reestructuraciones extraordinarias y las novaciones (consolidación de préstamos a partir de una nueva línea de crédito para recoger créditos vencidos)². En el capítulo de la circular mencionada también se señala que las reestructuraciones no deberían convertirse en una práctica generalizada para regularizar el comportamiento de la cartera de créditos.

En el Cuadro R1.1 se presenta un resumen de algunos tipos de reestructuración empleados en Colombia. Es importante señalar que las reestructuraciones se pueden desarrollar por razones de mala factura —cuando la capacidad de pago del deudor se ha visto deteriorada—, o por razones de buena factura —cuando estas obedecen a razones distintas a la afectación real del deudor—. Un ejemplo del primer caso podría ser una extensión de plazos, dada la menor capacidad de pago de una firma por un choque económico transitorio; un ejemplo del segundo podría ser el cambio de la fecha de facturación solicitada por un cliente de tarjeta de crédito que se encuentra solvente financieramente.

2. Objetivos y riesgos de la reestructuración de crédito

Existen varias razones por las cuales un banco reestructuraría créditos. La primera sería la reducción de las pérdidas esperadas de sus préstamos al proveer mayor flexibilidad a los deudores en el momento que presenten dificultades temporales; así, al relajar las condiciones contractuales del crédito,

* Los autores son, en su orden, director y profesional experto del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Ley 550 de 1999: Intervención económica para la reactivación empresarial y acuerdos de reestructuración; Ley 617 de 2000: Suscripción de programas de saneamiento fiscal y financiero, y Ley 1116 de 2003: Se establece régimen de insolvencia empresarial.

2 No se considerarán reestructuraciones los alivios crediticios ordenados por leyes, como fue el caso de los establecidos en la Ley 546 de 1999.

Cuadro R1.1
Tipos de reestructuraciones más comunes en Colombia

Tipo de reestructuración	Explicación
Prórrogas sucesivas	Se extiende el plazo del cobro de la cuota
Capital al final del período	Se amortiza el capital al final del período
Reestructuración mediante patrimonios autónomos	El monto del crédito se transfiere a un patrimonio autónomo para no afectar la calidad crediticia del deudor
Traslado de cuota inicial al final	La cuota inicial se paga en el período final establecido en el contrato
Plazos a tres meses prorrogables en el tiempo	Extensión de plazo
Consolidar o unificar créditos	Consolida distintos créditos en un único préstamo
Cambio de la facturación	Se cambia la fecha de facturación
Rediferidos de tarjeta de crédito	Se redifieren las cuotas del crédito
Novaciones	Es la sustitución de una nueva obligación a otra anterior, la cual queda, por tanto, extinguida. Por ejemplo, con una nueva línea de crédito se consolidan créditos vencidos.
Redistribuciones de cuota	Se redistribuye el componente de intereses y amortización de capital dentro de la cuota y en el tiempo.
Reducción de tasa	Se reduce la tasa de interés del crédito

Fuente: Banco de la República.

el banco podría reducir la probabilidad de incumplimiento³. Adicionalmente, los bancos estarían interesados en reestructurar créditos para retrasar la contabilización de pérdidas o provisiones contra cartera vencida y, de esta manera, asumir las cuando se encuentren con mayores niveles de solvencia. En este sentido, la adecuada reestructuración de créditos ayudaría a la estabilidad bancaria y permitiría que los intermediarios continúen otorgando créditos en el corto plazo, además de aliviar el flujo de caja de los deudores y prevenir una venta de activos (*fire sales*) que podrían generar una espiral de caída de precios en una situación de crisis.

Cuando el proceso de reestructuración de créditos se lleva adecuadamente, tanto el intermediario crediticio como el deudor se benefician; sin embargo, cuando este proceso se usa indiscriminadamente, sin un análisis estricto, se pone en riesgo la solvencia del deudor, del intermediario crediticio y se generan impactos negativos en el mercado en términos de estabilidad financiera (FSA, 2011).

Según el informe de estabilidad financiera del (Bank of England, 2011, sección 2), entre las distorsiones que la reestructuración de créditos puede generar, se encuentran:

Incertidumbre e inadecuada medición del riesgo crediticio: la reestructuración de créditos puede ocultar el riesgo cre-

diticio de los bancos. Cuando esta práctica se generaliza, la información crediticia asociada con vencimientos y pérdidas sería poco fiable en términos de riesgo de crédito. Es difícil medir el grado de distorsión cuando los intermediarios crediticios no reportan completamente y consistentemente la información sobre las reestructuraciones.

Sobreestimación de la resistencia/solvencia de los deudores: cambios en las condiciones macroeconómicas pueden generar que ciertos tipos de reestructuraciones sean poco efectivas, de ahí que los establecimientos crediticios no deberían sobreestimar la capacidad de pago de los deudores tras una reestructuración. Por ejemplo, créditos que hayan sido modificados para pagos de interés únicamente, serían más vulnerables ante cambios en las tasas de interés que un crédito al cual se le modifica el límite al *loan to value* (LTV). Si los bancos no provisionan lo suficiente con respecto a los créditos reestructurados, las pérdidas generadas por estos créditos resultarían en reducciones de su capital.

Restricciones en el otorgamiento de crédito: la práctica recurrente de reestructuración de créditos podría generar que la oferta de nuevos créditos se reduzca como consecuencia del uso excesivo de recursos por parte de los intermediarios financieros en la reestructuración de créditos de deudores ya existentes. En general, si las entidades mantienen créditos que no generan ingresos o que los deudores no pueden pagar, entonces estarían enfrentando un escenario de menores ingresos, lo que afectaría su capacidad para generar nuevos créditos.

El Bank of England (2011) también destaca que es importante contar con información precisa de las reestructuraciones

3 Según Arrowsmith *et. al.* (2013), los bancos también podrían estar interesados en realizar reestructuraciones porque consideran que los deudores se encuentran en dificultades transitorias, las firmas se encuentran realizando cambios operativos, el colateral del deudor es valioso, o la firma se encuentra en reestructuración.

crediticias para así poder medir su impacto en el riesgo crediticio del sistema financiero; sin embargo, reconoce que los intermediarios financieros no reportan apropiadamente las reestructuraciones y que sus prácticas de normalización varían mucho entre entidades. El anterior comportamiento facilita la inadecuada clasificación de los créditos: préstamos que se encuentran en mora son clasificados como reestructurados en lugar de riesgosos o vencidos, evitando de esta manera causar nuevas provisiones. En el caso particular de Inglaterra, este mecanismo podría haber explicado las mayores utilidades de los bancos ingleses desde 2009, cuando se registró una caída en el nivel de provisiones referentes a malos créditos.

En general, cuando la proporción de créditos reestructurados es alta, las provisiones de los intermediarios financieros podrían ser insuficientes para cubrir las posibles pérdidas de estos préstamos. Para el caso particular de Colombia, cuando un crédito es reestructurado, este puede mantener su calificación anterior, e incluso mejorarla, en ciertas condiciones⁴; situación que incrementa la incertidumbre en cuanto a la rentabilidad y el nivel de solvencia de los intermediarios.

3. Experiencia internacional

Dos de los casos más relevantes y estudiados de reestructuración de créditos y sus efectos adversos en la economía son los de Japón e Inglaterra.

Algunos estudios han concluido que la reestructuración de créditos es uno de los factores que habría generado ineficiencias en la economía japonesa, provocando deterioros en el bienestar social. Las normalizaciones habrían afectado negativamente a la economía al “rescatar” firmas ineficientes (es decir, bajo retorno) al borde de la quiebra. Adicionalmente, habría generado un problema de riesgo moral, dado que si las firmas anticipan que pueden obtener una reestructuración de sus obligaciones, reducirán sus niveles de esfuerzo en gestión.

Otro de los efectos adversos evidenciados en Japón es el expuesto por Sakuragawa (2002), quien argumenta que los

bancos tendrían el incentivo de alterar sus balances para satisfacer los requerimientos mínimos de capital sugeridos en Basilea. En este caso, un banco sin los niveles suficientes de provisiones trataría de no reportar su cartera como vencida en el balance, contabilizándola como cartera productiva, para así evitar disminuciones en su capital.

Para el caso de Inglaterra, las reestructuraciones por parte de los bancos durante la más reciente crisis financiera podrían haber explicado las bajas tasas de quiebras de firmas y, parcialmente, la baja productividad que viene registrando este país desde 2008. Arrowsmith *et al.* (2013) desarrollaron para el Banco de Inglaterra un estudio de medición de la reestructuración crediticia en empresas pequeñas y medianas, y sus implicaciones en la productividad y resistencia del sistema financiero. Sus resultados mostraron que cerca del 6% de estas firmas habían recibido algún tipo de normalización, representando el 14% del saldo de los cinco bancos más grandes. Al final, los autores concluyen que las reestructuraciones solo explican parcialmente las reducciones en productividad en el Reino Unido.

4. Resultados de la Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia

En las encuestas aplicadas por el Banco de la República marzo y junio de 2014, se incluyó un módulo adicional relacionado con la reestructuración de créditos en Colombia, con el objetivo de analizar su evolución y su concentración sectorial. El módulo consta de cinco preguntas en las cuales se consulta a los intermediarios financieros si han llevado a cabo reestructuraciones, cuáles son los tipos de reestructuración más comunes, en qué modalidades de crédito se desarrollan, cómo han variado con respecto a hace tres meses y cuáles son los sectores económicos donde más se aplican.

Los resultados muestran que durante los últimos tres meses el 83,3% de los bancos, el 91,7% de las CFC y el 100% de las cooperativas financieras han realizado reestructuraciones de crédito⁵. En general, estas reestructuraciones se han concentrado en extensiones del plazo (29,2% bancos, 33,3% CFC y 45,5% cooperativas) y en períodos de gracia (18,8% bancos y 18,2% CFC). En particular, las cooperativas argumentan que otorgar nuevos créditos a antiguos deudores para cumplir con obligaciones anteriores también es un tipo común de reestructuración (18,2%). Otras medidas, como reducciones de cuota, diferimiento del pago de intereses y condonación

4 Según la Circular Externa 036 de 2008 (capítulo II, Anexo: Circular Básica Contable): “Los créditos reestructurados podrán mantener la calificación inmediatamente anterior, siempre que el acuerdo de reestructuración conlleve una mejora de la capacidad de pago del deudor y/o de la probabilidad de incumplimiento. Si la reestructuración contempla períodos de gracia para el pago de capital, solamente se podrá mantener dicha calificación cuando tales períodos no excedan el término de un año a partir de la firma del acuerdo. Los créditos pueden mejorar la calificación o modificar su condición de incumplimiento después de ser reestructurados, sólo cuando el deudor demuestre un comportamiento de pago regular y efectivo a capital, acorde con un comportamiento crediticio normal, siempre que su capacidad de pago se mantenga o mejore”.

5 Para el caso de los bancos, 18 entidades respondieron el módulo de reestructuraciones, de las cuales 15 afirmaron haber realizado alguna reestructuración en los últimos tres meses. En cuanto a las CFC, 12 entidades respondieron el módulo y 11 afirmaron que realizaron reestructuraciones. Finalmente, en el caso de las cooperativas, 5 entidades respondieron el módulo, y todas señalan haber hecho reestructuraciones.

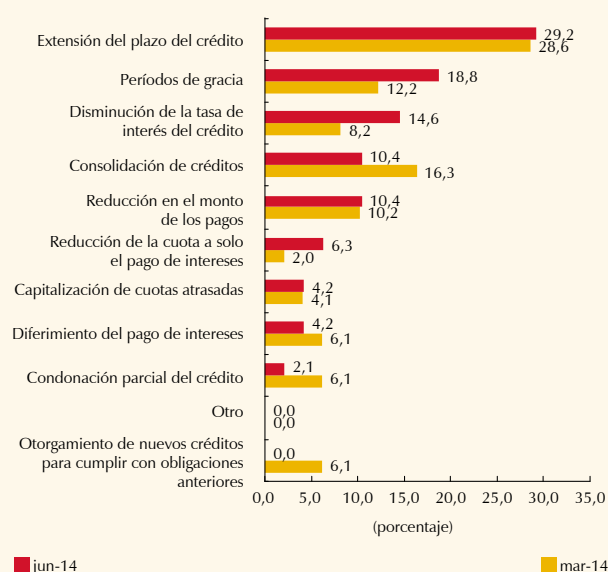
de cuotas atrasadas parecen no ser tan recurrentes entre los intermediarios (Gráfico R1.1).

Cuando se les pregunta a los establecimientos crediticios cuáles fueron las modalidades de crédito en las que se presentó el mayor número de reestructuraciones, los bancos señalan que fue la cartera de consumo (34%), seguida por la comercial (30,1%). Para el caso de las CFC y cooperativas, aparecen, en primer lugar, los créditos comerciales (37,6% y 38,0%), seguidos por los microcréditos (29,3%) en el caso de las CFC, y por los de consumo en el caso de las cooperativas (37%) (Gráfico R1.2).

Al analizar el saldo de los créditos reestructurados como proporción del saldo total, se observa que, en las modalidades de vivienda y microcrédito, todos los intermediarios financieros reestructuraron una proporción inferior al 5% del saldo total. Con respecto a la modalidad de consumo, el total de CFC y cooperativas respondieron que la proporción es inferior al 5%, mientras que el 20% de los bancos respondieron tener un saldo de créditos reestructurados entre 5% y 10%. Para el caso de los créditos comerciales se observa una mayor proporción de normalizaciones, que para algunos casos alcanzan niveles entre el 10% y el 15% del saldo total (el 9% de las respuestas de los bancos y el 25% de las CFC).

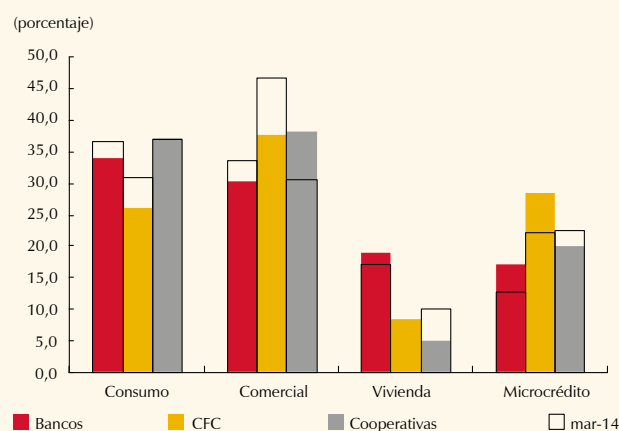
En cuanto al cambio en el número de reestructuraciones durante el último año, todos intermediarios afirman que en los créditos comerciales ha sido donde más se han incrementado, mientras que en los de vivienda se han presentado reducciones. Finalmente, al analizar las reestructuraciones por

Gráfico R1.1
Tipos de reestructuración llevados a cabo en los últimos tres meses (Bancos)



Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, junio de 2014.

Gráfico R1.2
Modalidad en la que se presentó el mayor número de reestructuraciones en los últimos tres meses



Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, junio de 2014.

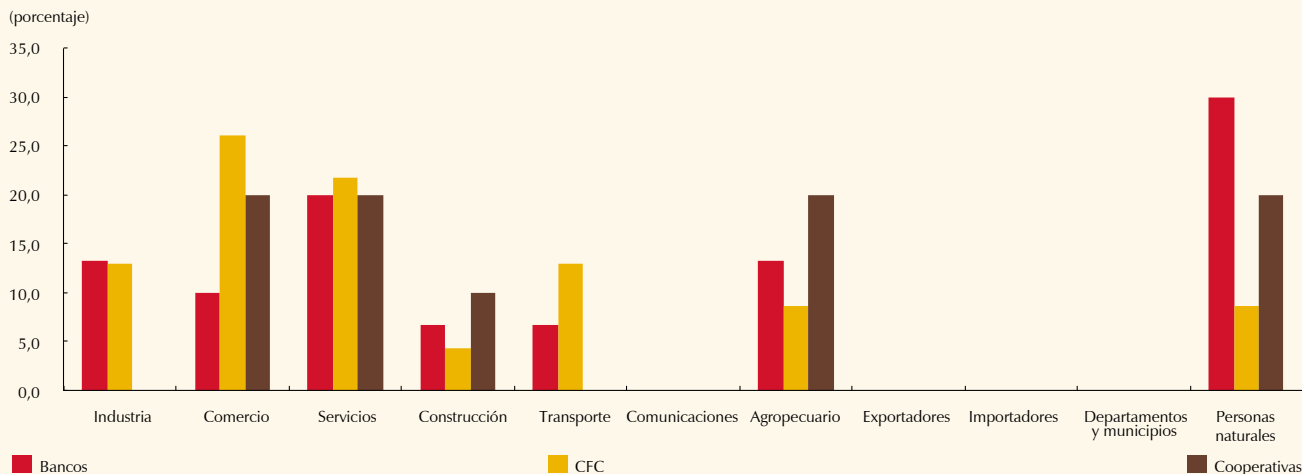
sector, se observa que para los bancos los sectores donde se ha presentado el mayor número son el de personas naturales (30%) y servicios (20%). Por su parte, las CFC señalan que en primer lugar se ha aplicado en el sector comercio (26,1%) seguido por el de servicios (21,7%), mientras que las cooperativas no destacan ningún sector en particular. Es importante mencionar que para ninguna de las entidades los sectores de comunicaciones, exportador e importador fueron susceptibles a reestructuraciones (Gráfico R1.3).

5. Conclusión

La reestructuración de créditos es una práctica que trae tanto beneficios como riesgos a los sistemas financieros. El principal problema subyace en el inadecuado registro de esta práctica, lo cual no permite hacerle un adecuado seguimiento pues, por el contrario, permite que sea utilizada como una herramienta para ocultar el riesgo crediticio de los clientes y así reducir los niveles requeridos de provisiones y capital. Según la experiencia internacional, la normalización de créditos también podría reducir la productividad de las firmas, al permitir que las más ineficientes sobrevivan y generar incentivos hacia el menor esfuerzo.

En Colombia la reestructuración crediticia es una actividad que está contemplada en la Circular Básica y Contable, y que cuenta con la supervisión de la Superintendencia Financiera. Sin embargo, la gran cantidad de prácticas que utilizan los intermediarios financieros para flexibilizar las condiciones contractuales de los deudores hacen que pueda existir una inadecuada revelación de estos créditos, razón por la cual la Superintendencia Financiera ha venido fortaleciendo la supervisión en este aspecto. Teniendo en cuenta los análisis de la encuesta sobre la situación del crédito, los niveles de esta práctica en Colombia parecen ser relativamente bajos.

Gráfico R1.3
Sectores en los que se han realizado un mayor número de reestructuraciones de créditos



Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, junio de 2014.

Referencias

- Arrowsmith, M.; Griffiths, M.; Franklin, J.; Wohlmann, E.; Young, G.; Gregory, D. (2013). "SME Forbearance and its Implications for Monetary and Financial Stability", *Quarterly Bulletin*, IV trim., vol. 53, Bank of England, pp. 296-303.
- Banco de la República (2014). *Reporte sobre la Situación del Crédito en Colombia*, marzo.
- Bank of England (2011), "Credit Risks to the Banking System", Section 2, *Financial Stability Report*, junio.

- Financial Services Authority (2011) *Forbearance and Impairment Provisions: 'Mortgages'*, Guidance Consultation, FSA, mayo.
- Sakuragawa, M. (2002). *Kin'yu Kiki no Keizai Bunseki* (Economic Analysis of Financial Crisis), Tokyo: University of Tokyo Press.
- Sekine, T.; Kobayashi, K.; Saita, Y. (2003). "Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms", Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, agosto.

III. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LOS DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

Durante el primer semestre de 2014 el endeudamiento de los hogares continuó desacelerándose a un ritmo moderado, explicado fundamentalmente por un menor crecimiento de la cartera de consumo. No obstante, su carga financiera aumentó levemente, aunque sigue siendo inferior al nivel considerado alto internacionalmente. En cuanto a las expectativas de estos agentes se aprecia que siguen siendo positivas, en particular por el incremento de sus niveles de ingreso.

El sector corporativo privado muestra una situación favorable en términos de riesgo de crédito y tamaño cuando se comparan sus indicadores más recientes frente al promedio histórico y las cifras de dos años atrás. No obstante, se evidencia un menor desempeño en las ventas, lo cual se ha traducido en indicadores de rentabilidad más bajos. La proporción de los pasivos en los activos ha disminuido, sin embargo los últimos indicadores de endeudamiento financiero, razón de cobertura de corto plazo y carga financiera han mostrado incrementos.

A. EXPOSICIÓN DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO A SUS PRINCIPALES DEUDORES

A junio de 2014 la exposición de los establecimientos de crédito a los diferentes deudores fue de \$352,7 b, lo que representa un crecimiento real anual de 9,1% en relación con lo observado en junio de 2013. El monto expuesto representó el 78,8% de los activos de los establecimientos de crédito⁸² y el 48,0% del PIB, cifras superiores a las registradas un año atrás (78,3% y 46,2%, respectivamente) (Cuadro 10).

82 El restante 21,2% corresponde a las cuentas de valorización neta, cuentas por cobrar, bienes dados en leasing operativo, aceptaciones, operaciones de contado y con otros derivados, junto a otros activos.

Cuadro 10
Exposición de los establecimientos de crédito a sus principales deudores

Tipo	Jun-13		Jun-14		Crecimiento real anual porcentual
	Billones de pesos de junio de 2014	Participación porcentual	Billones de pesos de junio de 2014	Participación porcentual	
Sector público					
Cartera	11,65	3,60	14,08	3,99	20,83
Leasing financiero	1,59	0,49	2,34	0,66	47,28
Títulos	46,64	14,43	47,08	13,35	0,94
Total	59,88	18,52	63,50	18,00	6,04
Sector corporativo privado					
Cartera	140,32	43,40	152,58	43,26	8,74
Comercial	132,40	40,95	143,82	40,77	8,62
Microcrédito	7,91	2,45	8,76	2,48	10,73
Leasing financiero	15,91	4,92	16,48	4,67	3,55
Comercial	15,91	4,92	16,47	4,67	3,57
Microcrédito ^{a/}	0,01	0,00	0,00	0,00	-38,47
Títulos	0,69	0,21	0,80	0,23	16,19
Total	156,92	48,53	169,86	48,15	8,25
Sector hogares					
Cartera	97,72	30,22	110,02	31,19	12,59
Consumo	75,79	23,44	82,58	23,41	8,96
Vivienda	21,93	6,78	27,44	7,78	25,15
Titularizaciones ^{b/}	3,61	1,12	2,30	0,65	-36,48
Leasing financiero	5,21	1,61	7,07	2,00	35,71
Consumo	0,40	0,12	0,34	0,10	-15,04
Habitacional	4,81	1,49	6,73	1,91	39,98
Total	106,54	32,95	119,39	33,85	12,06
Total monto expuesto	323,34	100,00	352,74	100,00	9,09
Monto expuesto sobre activos (porcentaje)	78,30		78,77		
Monto expuesto sobre PIB ^{c/} (porcentaje)	46,17		48,02		

a/ El saldo del leasing financiero de microcrédito fue de \$6,0 mm en junio de 2013 y de \$3,7 mm en el mismo mes de 2014.

b/ Las titularizaciones hacen referencia al monto que poseen los establecimientos de crédito.

c/ Para calcular la razón de junio de 2014, la proyección utilizada del crecimiento real anual del PIB del segundo trimestre de dicho año fue 4,3%.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

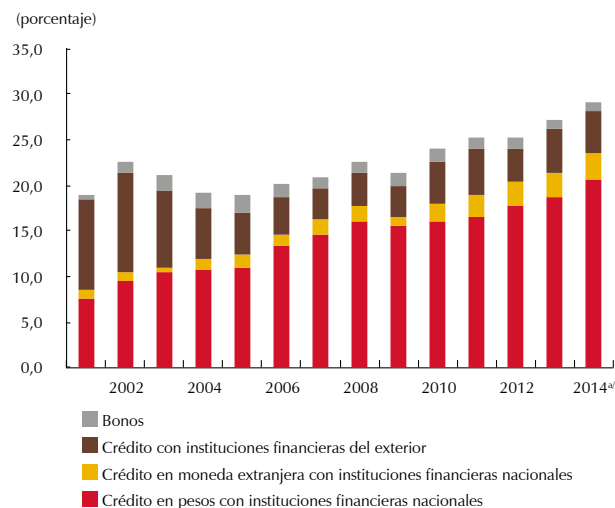
Al evaluar la composición del monto expuesto, se observa un incremento en la participación de los hogares, explicado por el comportamiento de la cartera de vivienda y el *leasing* habitacional. Se resalta la caída en el nivel de tenencia de títulos respaldados por hipotecas (titularizaciones) por parte de los establecimientos de crédito, al pasar de \$3,6 b en junio de 2013 a \$2,3 b un año más tarde.

La exposición de los establecimientos de crédito a los sectores corporativo y público como porcentaje de su exposición total se redujo entre junio de 2013 y el

mismo mes de 2014, pasando de 48,5% a 48,2%, en el primer caso y de 18,5% a 18,0%, en el segundo. Para el sector corporativo privado dicha reducción obedeció al decrecimiento del *leasing* de microcrédito, mientras que para el sector público está explicada por la desaceleración de las inversiones en títulos de deuda pública. Resulta importante destacar que pese a la disminución de la participación del sector público, el saldo de cartera y *leasing* financiero que los establecimientos de crédito colocaron a dichas entidades creció a tasas reales anuales de 20,8% y 47,3%, respectivamente, a junio de 2014.

B. SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Gráfico 41
Deuda financiera del sector corporativo privado como proporción del PIB



a/ Entre 2001 y 2013 las cifras para la razón tienen periodicidad anual y se calculan con corte al mes de diciembre. Para 2014, debido a la restricción en la información, el saldo de crédito con instituciones financieras nacionales y el de bonos corresponde al registrado en junio de 2014, mientras el de crédito con instituciones financieras del exterior es el registrado en mayo del mismo año. Por su parte, el valor del PIB utilizado en esta última fecha para encontrar la proporción, corresponde al nivel nominal anualizado a junio de 2014, teniendo en cuenta que el crecimiento real anual del PIB en el segundo trimestre de dicho año fue de 4,3% y la inflación anual a junio de 2014 fue de 2,8%.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

A junio de 2014 la deuda financiera del sector corporativo privado⁸³ como proporción del PIB registró un incremento, situándose en 29,2%. Los créditos con instituciones financieras nacionales continúan siendo la principal fuente de financiación (23,4% del PIB)⁸⁴, seguidos por los créditos con instituciones del exterior (4,6% del PIB) y los bonos (1,2% del PIB), (Gráfico 41).

Por otro lado, la exposición de los establecimientos de crédito al sector corporativo privado se mantuvo relativamente estable entre junio de 2013 y el mismo mes de 2014; en particular, apróximadamente la mitad de sus activos (48,2%) corresponden a créditos y bienes dados en *leasing* financiero a las firmas y a títulos de las mismas (Cuadro 10). Dado lo anterior, resulta importante analizar la evolución de algunos indicadores que podrían dar una visión general sobre el desempeño de las empresas.

1. Situación financiera del sector corporativo privado

Para fines de este *Reporte* el “sector corporativo privado” se define como el conjunto de empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades (Supersociedades) y cuyos estados financieros (balance general, estado de resultados y flujo de efectivo) están disponibles para el público en el sitio web de esta superintendencia,

83 Esta deuda corresponde al total de obligaciones financieras contraídas por las empresas privadas con los establecimientos de crédito nacionales, con las instituciones financieras del exterior y el saldo de bonos de los emisores cuya información se encuentra disponible en el portal electrónico de la Superintendencia Financiera de Colombia. Es importante mencionar que la deuda con proveedores no se incluyó porque no se tiene información del total de créditos con proveedores nacionales.

84 En su mayoría estos créditos se encuentran colocados en pesos (20,6% del PIB).

con periodicidad anual y fecha de corte al 31 de diciembre. Históricamente, esta muestra de firmas ha sido utilizada por el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República como *proxy* del sector real privado en Colombia para monitorear periódicamente la situación financiera y el desempeño crediticio de las empresas. Lo anterior, teniendo en cuenta que analizar el desempeño y la trayectoria de estos indicadores es de vital importancia para mantener la estabilidad financiera.

A diciembre de 2013 el sector corporativo privado estuvo conformado por 25.297 firmas⁸⁵, concentrando el 41,3% del saldo vigente de la cartera comercial. Durante 2000-2013 esta cifra se ha ubicado en promedio en 48,2% (Cuadro 11). En cuanto a su composición sectorial, como se puede observar en el Gráfico 42, cerca del 66% de las firmas pertenecieron a los sectores de comercio al por mayor y al por menor (28,4%), actividades inmobiliarias (21%) e industrias manufactureras (16,4%).

Cuadro 11

Número de empresas del sector corporativo privado y su representatividad en la cartera comercial

Año	Número de firmas	Participación cartera Supersociedades en cartera comercial (porcentaje)
2000	10.157	51,7
2001	9.577	52,9
2002	8.927	46,4
2003	8.931	48,9
2004	9.623	47,8
2005	19.027	48,2
2006	22.787	51,0
2007	20.935	47,9
2008	20.437	51,3
2009	18.275	47,0
2010	21.825	49,9
2011	24.696	49,2
2012	24.456	41,4
2013	25.297	41,3

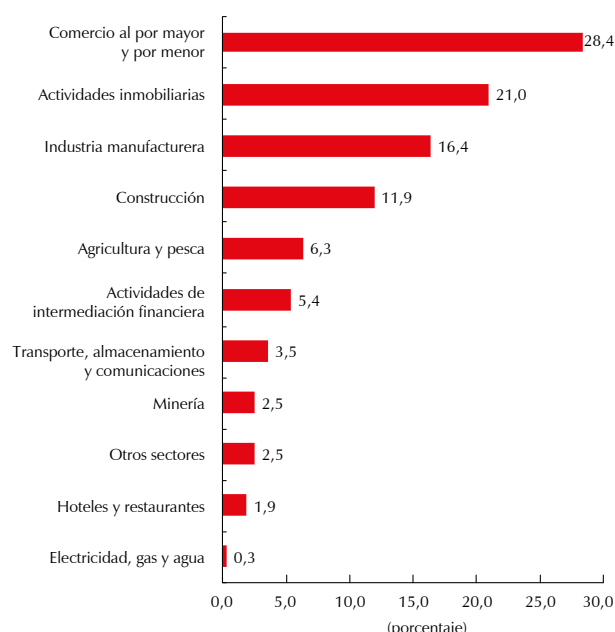
Nota: no se tuvieron en cuenta aquellas empresas que se encontraron bajo quebranto patrimonial.

Fuentes: Superintendencia de Sociedades de Colombia y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Para el período 2000-2013 se construyó un panel desbalanceado de 45 indicadores para la muestra de Supersociedades con el objetivo de medir diferentes atributos financieros y no financieros de las firmas, tales como actividad, rentabilidad, riesgo de crédito, liquidez, tamaño, entre otros. Lo anterior es relevante, ya que permite

85 Las cifras sobre el número de empresas del sector corporativo privado en esta sección, al igual que los resultados de todos los indicadores, excluyen a las firmas que se encuentran en quebranto patrimonial. De acuerdo con el artículo 457 del Código de Comercio, en esta situación se encuentran las que están o van a iniciar un proceso de disolución.

Gráfico 42
Composición sectorial del sector corporativo privado al 31 de diciembre de 2013



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

contar con diferentes medidas que hacen posible analizar las debilidades y fortalezas de las empresas, al igual que identificar en mayor detalle aquellas cuentas que podrían explicar su desempeño.

En esta edición se presentan los resultados de trece indicadores⁸⁶ agrupados en siete categorías que, en conjunto, pueden proveer una idea general sobre la situación financiera del sector corporativo privado al 31 de diciembre de 2013 (Cuadro 10). Las cifras más recientes se contrastan con las observadas en 2011, 2012 y frente al promedio histórico.

a. Indicador de actividad

En 2013 los ingresos operacionales del sector corporativo privado crecieron a un ritmo real anual del 3,0% (Cuadro 12, panel A), cifra superior a lo observado en 2012, aunque inferior frente a las registradas en 2011 y el promedio histórico. Esto obedece a un comportamiento heterogéneo entre las ramas de la economía.

De los sectores que mostraron una dinámica positiva en sus ventas durante 2013 se destaca el de transporte, que creció a un ritmo real anual de 25,6%, seguido por hoteles y restaurantes, que mostró una variación de 7,7%. En cuanto a los que mostraron un comportamiento negativo en sus ingresos operacionales, se destacan los de electricidad, gas y agua (-8,1%) y el de construcción (-2,7%).

b. Indicadores de rentabilidad

A diciembre de 2013 los indicadores de rentabilidad presentaron un desempeño más bajo frente a los dos años anteriores y al promedio histórico (Cuadro 8, panel B). Sin embargo, cabe mencionar que son positivos, lo cual muestra que la inversión en activos se tradujo en la generación de utilidades. Afín con las ediciones más recientes de este *Reporte*, y al hacer el análisis por rama de la economía, se encuentra que los mayores indicadores corresponden al sector de minería (ROA: 12,7% y ROE: 19,2%). Le siguen los de comercio (ROA: 5,6% y ROE: 12,0%) e industria (ROA: 5,6% y ROE: 10,2%). La menor rentabilidad se registró para agricultura y pesca (ROA: 0,8% y ROE: 1,2%).

86 Las fórmulas de los indicadores analizados en esta sección se presentan en la parte inferior del Cuadro 12.

Cuadro 12
Situación de los indicadores financieros del sector corporativo privado a diciembre de 2013

Indicadores financieros	Cifra en 2013	Comparación con respecto a:		
		2011	2012	promedio histórico ^{a/}
A. Indicador de actividad (porcentaje)				
Variación real anual de las ventas	3,0	↓	↑	↓
B. Indicadores de rentabilidad (porcentaje)				
Rentabilidad del activo (ROA) ^{b/}	5,4	↓	↓	↓
Rentabilidad del patrimonio (ROE) ^{c/}	8,6	↓	↓	↓
C. Indicadores de endeudamiento (porcentaje)				
Razón de endeudamiento total ^{d/}	36,6	↓	↓	↓
Razón de endeudamiento financiero ^{e/}	14,0	↑	→	↑
Razón de cobertura de corto plazo ^{f/}	1,3	↑	↑	→
Carga Financiera ^{g/}	6,3	↓	↑	↑
D. Indicadores de liquidez				
Razón corriente ^{h/} (número de veces)	1,4	↑	↓	↑
Variación real anual del capital de trabajo ^{i/} (porcentaje)	5,3	↑	↓	↓
E. Indicador de tamaño				
Logaritmo natural del activo total	27,3	↑	↑	↑
Variación real anual del activo total (porcentaje)	13,3	↑	↑	↑
F. Exposición cambiaria (porcentaje)				
Exportaciones netas como proporción de las ventas ^{j/}	(2,8)	↑	↑	↑
Desbalance cambiario ^{k/}	(3,9)	↓	↓	↑
G. Intensidad de la relación con el sistema financiero				
Número de relaciones con establecimientos de crédito ^{l/}	1	→	→	↓
H. Indicadores de riesgo (porcentaje)				
Indicador de calidad ^{m/}	3,20	↓	↓	↓
Indicador de mora ^{n/}	0,80	↓	↓	↓

Nota: para cada año los crecimientos reales anuales de los indicadores se calculan utilizando muestras balanceadas, a saber los datos de 2013 se calculan con base en una muestra cuyos individuos se observaron también en 2012.

a/ Promedio aritmético de los indicadores anuales observados para el período 2000-2013, salvo para el indicador de relaciones bancarias (panel G), donde se escogió como medida de tendencia central la mediana con el fin de ofrecer una cifra entera.

b/ Medida como la razón entre la utilidad antes de impuestos (utilidad operacional) y los activos.

c/ Medida como la razón entre la utilidad antes de impuestos (utilidad operacional) y el patrimonio.

d/ Medida como la razón entre pasivos y activos totales.

e/ Medida como la razón entre obligaciones financieras y activos totales.

f/ Medida como la razón entre pasivos de largo plazo y la diferencia entre activos y pasivos de corto plazo.

g/ Medida como la razón entre la utilidad antes de impuestos (utilidad operacional) y el pago de intereses. Este indicador se calculó para el período 2008-2013, dado que la cuenta de gastos por intereses se tiene disponible para el público desde 2008 en el portal web de la Superintendencia de Sociedades.

h/ Medida como la razón entre activos corrientes y pasivos corrientes.

i/ Crecimiento real anual del capital de trabajo, siendo este igual a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes.

j/ Razón entre las exportaciones netas y los ingresos operacionales.

k/ El desbalance cambiario se define como: [(exportaciones – venta de forwards) – (importaciones + deuda en moneda extranjera – compra de forwards)]/ventas. Es importante aclarar que el cálculo de este indicador se obtiene mediante la relación entre saldos y flujos. Adicionalmente, no incluye la parte activa denominada en moneda extranjera ni las deudas con proveedores y entidades financieras no residentes. Un indicador negativo sugiere que la firma se encuentra expuesta a depreciaciones nominales del peso frente al dólar. Por su parte, un indicador positivo sugiere que la firma está expuesta ante una revaluación de la tasa de cambio nominal.

l/ Número total de relaciones vigentes que una firma perteneciente al sector corporativo privado tiene con entidades del sistema financiero. Para construir este indicador, solo se cuenta si una firma es acreedora de un establecimiento de crédito, independientemente del número total de créditos vigentes que se tenga con el mismo.

m/ El indicador de calidad de cartera se mide como la relación entre las carteras riesgosa y bruta, tanto el numerador como el denominador incluye *leasing*.

n/ El indicador de mora de cartera se mide como la relación entre la cartera con mora mayor a treinta días y la cartera bruta; tanto el numerador como el denominador incluyen *leasing*.

Fuentes: Superintendencia de Sociedades de Colombia y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

c. Indicadores de apalancamiento

En cuanto al apalancamiento, al comparar su situación al finalizar 2013 con respecto a lo observado en 2011, 2012 y frente al promedio histórico, se encuentra un comportamiento mixto. En años recientes la razón de endeudamiento total ha disminuido, mientras que la de endeudamiento financiero es mayor que el promedio histórico. Por otra parte, el indicador de carga financiera se ubicó en 6,3 veces, lo cual es positivo, pues significa que, en promedio, las firmas cuentan con utilidades que exceden su flujo de gastos por intereses (Cuadro 12, panel C).

Al analizar por sector económico, se encuentra que las empresas cuyo pasivo tiene la mayor participación dentro del activo son las pertenecientes a electricidad, gas y agua (67,9%), construcción (58,6%) y comercio al por mayor y al por menor (53,7%). Por el contrario, las ramas que presentan los indicadores de endeudamiento total más bajos son minería (33,7%) y agricultura y pesca (33,8%).

En cuanto a la representatividad de la deuda financiera en el activo total, se destacan las ramas de electricidad, gas y agua (38,9%), comercio (19,5%) y construcción (19,0%); mientras que minería presenta el indicador más bajo (4,7%). Lo anterior sugiere que este sector requiere un bajo apalancamiento financiero para ejecutar sus proyectos de inversión y la adquisición de activos.

Por último, cuando se estudia el indicador de carga financiera, se encuentra que, en promedio, ningún sector presenta una situación frágil —definida como aquella en la cual se incumple con el pago de intereses por concepto de deudas contraídas con el sistema financiero—, pues todos los sectores analizados tienen indicadores por encima de 1. Es importante resaltar que, afín al buen desempeño observado en otros indicadores, el sector de minería cuenta con un indicador muy alto (42 veces), siendo esto consecuencia de las altas utilidades que registra y de su bajo apalancamiento financiero.

d. Indicadores de liquidez

A diciembre de 2013 los indicadores de liquidez muestran una situación favorable. El indicador de la razón corriente es mayor que 1 y el crecimiento real anual del capital de trabajo fue positivo, mostrando, por una parte, que en promedio las empresas analizadas pueden cubrir la totalidad de sus pasivos haciendo uso de sus activos más líquidos. Es importante aclarar que un indicador igual o menor que 1 sugiere que la firma podría incumplir con sus obligaciones de corto plazo, pues son insuficientes sus recursos líquidos. Si bien ningún sector se ubica en esta situación, llama la atención la liquidez de las ramas de electricidad, gas y agua; hoteles y restaurantes, y transporte, pues sus indicadores se ubicaron en 1,03 veces, 1,15 veces y 1,04 veces, en su orden (Cuadro 12, panel D).

e. Tamaño

El activo del sector corporativo privado aumentó en relación con lo observado en 2011, 2012 y frente al promedio histórico (Cuadro 12, panel E). Con excepción del sector de electricidad, gas y agua, las firmas de las demás ramas de la economía exhibieron crecimientos positivos en sus cuentas activas, destacándose, en términos reales anuales, las de transporte (87,4%), seguidas por las de minería (12,0%).

f. Exposición cambiaria y relación con el sistema financiero

En este *Reporte* se incluyen por primera vez los resultados de indicadores que aproximan el desbalance cambiario de las empresas y el total de conexiones que tienen con el sistema financiero. En primer lugar, para el período 2000-2013, el sector corporativo privado ha presentado en nivel agregado, para todos los años analizados, una razón negativa de las exportaciones netas y las ventas (Cuadro 12, panel F). Lo anterior sugiere que el déficit en la balanza comercial de las empresas de Supersociedades ha sugerido que esta muestra ha estado expuesta a depreciaciones del peso frente al dólar estadounidense.

Cuando se complementa el indicador anterior, sumando en el numerador la posición neta de contratos *forward* y el saldo vigente del crédito intermediado por instituciones financieras locales de las empresas analizadas, se encuentra que el desbalance cambiario a diciembre de 2013 se ubicó en -3,9%, siendo en magnitud mayor al indicador de exportaciones netas sobre ventas (-2,8%). Este último, y en términos absolutos, es mayor a las cifras de 2011, 2012 y al promedio histórico; mientras que el desbalance cambiario muestra que a 2013 las firmas están menos expuestas a depreciaciones del peso frente al dólar con respecto a los resultados de 2011 y 2012. Por rama de la economía, al estudiar la razón entre las exportaciones netas y ventas, se aprecia que dos sectores presentan indicadores positivos: agricultura y pesca (16,7%), minería (4,1%), lo cual es esperado, pues estos se caracterizan por ser exportadores netos de bienes. Para los restantes, se registran indicadores negativos, siendo el más bajo comercio (-14,3%).

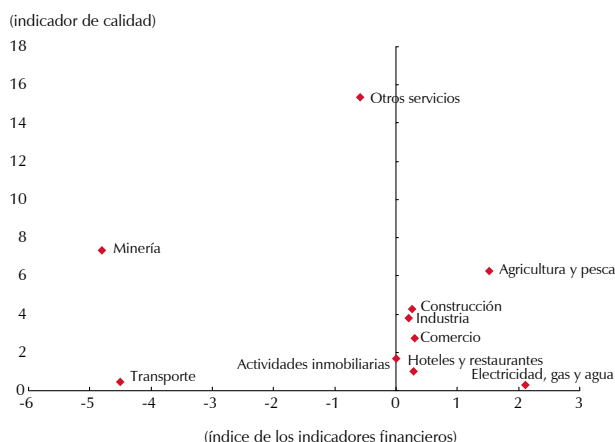
Es importante aclarar que este último indicador, no puede entenderse como una medida de descalce cambiario, pues no se conoce las cuentas activas de las empresas denominadas en moneda extranjera. A su vez, solo se incluye las posiciones pasivas con establecimientos de crédito locales, más no con aquellos del exterior (sean agentes del sistema financiero o proveedores). Por tanto el indicador debe leerse con cuidado y tener en cuenta que es una aproximación del desbalance cambiario del sector real, que se construyó a partir de la información disponible para las empresas de Supersociedades previa a la elaboración de este *Reporte*.

En segundo lugar, para la muestra de Supersociedades se cuantificó la mediana del número de conexiones entre las firmas analizadas y los establecimientos de crédito⁸⁷. A pesar de que a diciembre de 2013 la mediana del indicador se ubicó en una conexión, e históricamente esta cifra no ha sido superior a dos conexiones, es importante precisar que no todas las empresas estudiadas se financiaron mediante el sistema financiero (Cuadro 12, panel G). Por sector se observa que los que tienen mayores relaciones con el sistema financiero son industria y comercio (dos conexiones cada uno) y transporte (1,5). Los restantes presentan una mediana de una relación.

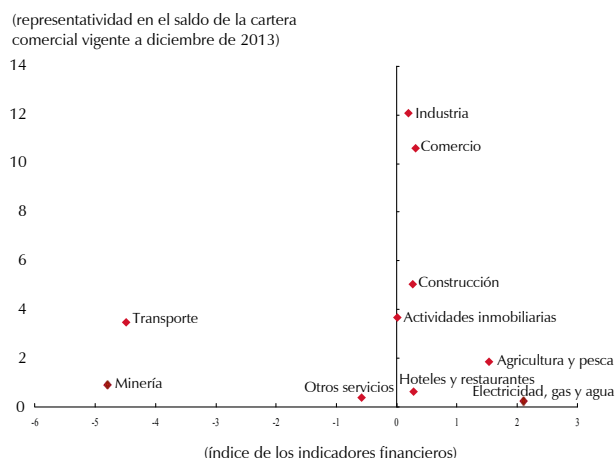
Gráfico 43

Indicador agregado de desempeño financiero vs. IC y concentración en el saldo de la cartera comercial por sector económico a diciembre de 2013

A. Indicador de calidad de la cartera comercial vs. índice agregado de la situación financiera por sector



B. Representatividad en el saldo vigente de la cartera comercial vs. índice agregado de la situación financiera por sector



Fuentes: Superintendencia de Sociedades y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

g. Indicadores de riesgo de crédito

Por último, al analizar el indicador de calidad (IC) y el de mora (IM) de la cartera, se observa que a diciembre de 2013 el IC se ubicó en 3,2% y el IM en 0,8%, cifras inferiores a las de 2011, 2012 y el promedio histórico (Cuadro 2, panel H). Por sector, los IC más altos son los de agricultura y pesca (5,4%), construcción (4,8%) e industria (4,4%). En cuanto al IM, los mayores indicadores fueron registrados por agricultura y pesca (1,8%), construcción (2,4%) y comercio (0,9%).

2. Análisis agregado por sector económico a diciembre de 2013

Para resumir el análisis anterior se construye un índice que agrega los indicadores por sector económico. Valores positivos y altos del índice se asocian con deterioros en la situación financiera de las firmas. Por su parte, cifras negativas sugieren solidez, mientras que niveles que rondan cero, un desempeño promedio.

En el Gráfico 43, panel A, se compara dicho índice frente al IC. Se aprecia un comportamiento heterogéneo entre sectores, siendo importante destacar que los que mostraron el desempeño financiero más bajo son electricidad, gas y agua, y agricultura y pesca, registrando este último el tercer IC más alto de la muestra. El sector de transporte presenta uno de los menores niveles de riesgo de crédito y la mejor situación en el índice. Por su parte, minería y otros

87 Corresponde al número total de conexiones con diferentes establecimientos de crédito. Para el cálculo es irrelevante conocer el número de créditos que determinada firma tiene con una misma contraparte.

servicios⁸⁸, a pesar de tener un buen desempeño agregado de sus indicadores financieros, presentan niveles altos de IC.

Cuando se contrasta el índice con la representatividad que los sectores tienen en la cartera comercial que estuvo vigente a diciembre de 2013, se observa que aquellos con valores extremos del índice tienen una baja participación (agricultura y pesca; electricidad, gas y agua, minería y transporte). Los sectores con mayores niveles de deuda (industria y comercio) presentan un desempeño financiero promedio relativo a los demás sectores (Gráfico 43, panel B).

3. Evolución histórica de algunos indicadores financieros del sector corporativo privado

Finalmente, se presentan las series históricas de ocho indicadores para el período 2000-2013. Aunque estos indicadores, junto a otros, ya se analizaron, este ejercicio tiene como fin identificar tendencias y comparar las cifras más recientes frente a períodos en los cuales el sector corporativo privado pudo haber estado expuesto a diferentes vulnerabilidades.

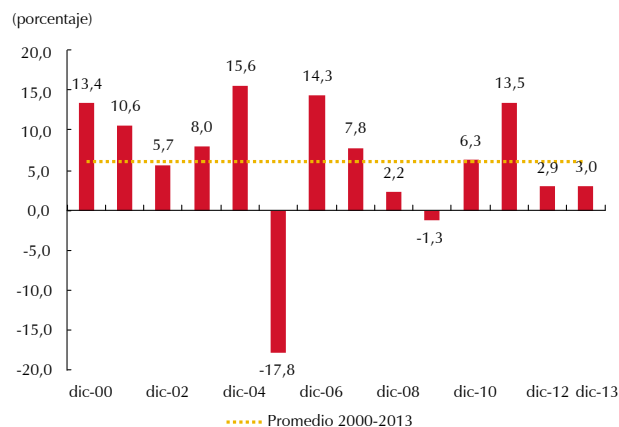
En el Gráfico 44, panel A, se aprecia que desde 2012 el crecimiento real anual de las ventas ha tenido una tendencia estable, revirtiendo la observada entre 2010 y 2011. Si bien las ventas han tenido una dinámica positiva en los últimos dos años, estas se han expandido a un ritmo inferior al promedio histórico. Los decrecimientos observados en la crisis financiera internacional más reciente (2010) y en 2005 no han vuelto a repetirse. Por su parte, el ROA mostró una tendencia al alza en el lapso 2001-2008, la cual se revirtió temporalmente en 2009-2010; luego se incrementó en 2011 y a partir de ese momento ha venido cayendo, ubicándose por debajo del promedio histórico en 2013 (Gráfico 44, panel B).

Por otra parte, en los últimos cinco años los indicadores de endeudamiento se han ubicado cerca del promedio histórico, siendo esto más acentuado en el caso del endeudamiento total. El indicador de endeudamiento financiero ha mostrado un comportamiento más volátil frente al promedio histórico; sin embargo, desde 2012 ha sido cercano al 14% (Gráfico 44, paneles C y D). En cuanto a la liquidez de las empresas, la razón corriente ha mostrado alta dispersión durante el período de análisis. Entre 2001-2009 el indicador mostró una tendencia creciente, la cual se revirtió en 2010-2011, pudiendo estar esto último asociado con los efectos de la crisis financiera más reciente (Gráfico 44, panel E). Desde 2012 el indicador se ha ubicado en un nivel adecuado (1,44 veces) y por encima del promedio histórico.

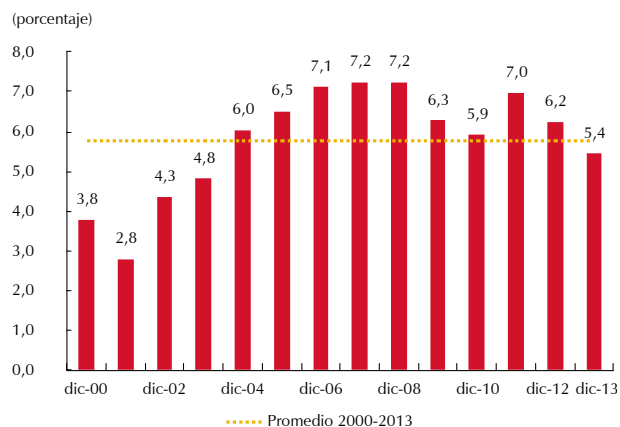
88 La categoría de “otros sectores” agrupa a aquellas firmas cuya operación se concentra en las actividades de educación; servicios sociales, de salud, comunitarios y personales; actividades de hogares privados, y organizaciones y órganos extraterritoriales.

Gráfico 44
Algunos indicadores del sector corporativo privado para el período 2000-2013

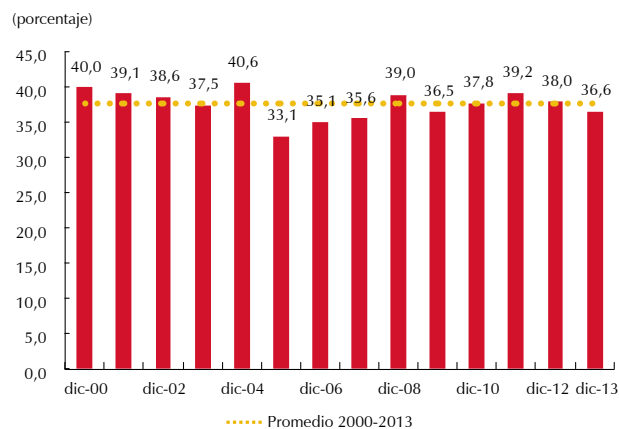
A. Variación real anual de las ventas



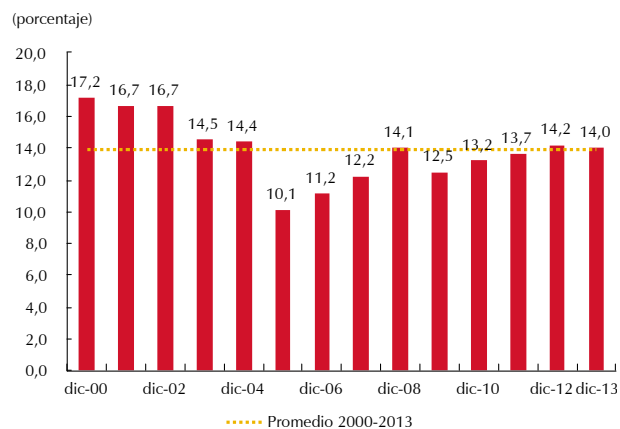
B. Rentabilidad del activo (ROA)
[utilidad operacional/activos]



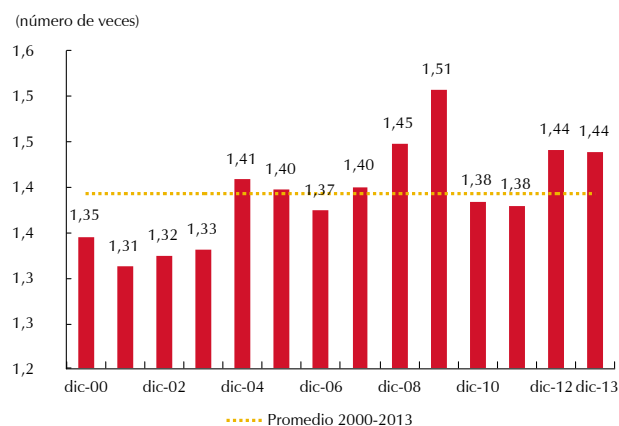
C. Razón de endeudamiento total



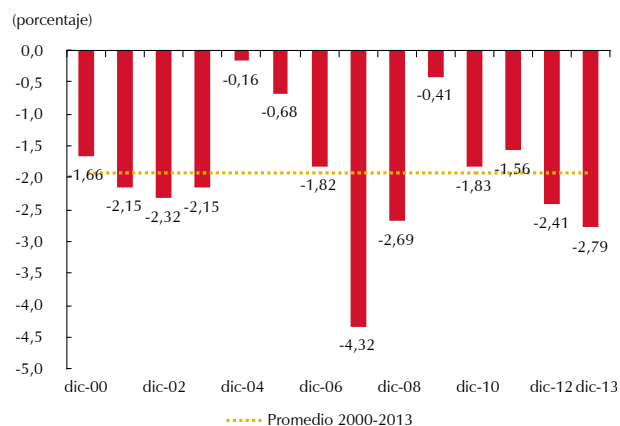
D. Razón de endeudamiento financiero



E. Razón corriente



F. Exportaciones netas como proporción de las ventas



Fuentes: Superintendencia de Sociedades y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Como se mencionó, la balanza comercial del sector corporativo privado ha mostrado consistentemente déficit en el período analizado, conllevando a que el indicador de exportaciones netas y de desbalance cambiario sea negativo (Gráfico 44, panel F).

4. Conclusión

A diciembre de 2013 el análisis de los indicadores financieros del sector corporativo privado muestra una buena situación de liquidez, un mayor crecimiento en el activo y menores niveles de riesgo de crédito. Sin embargo, lo anterior estuvo acompañado de una menor rentabilidad, un mayor endeudamiento financiero y un incremento en la exposición cambiaria. Para ofrecer una visión general sobre la salud financiera de las empresas, por sector económico se construyó un indicador que provee una medida agregada del desempeño financiero. Al ser comparado con el IC y la representatividad en el crédito comercial al cuarto trimestre de 2013, se encuentra que niveles altos del IC se asocian con valores extremos del índice; sin embargo, el sistema financiero tuvo una menor exposición a aquellas ramas de la economía caracterizadas como más riesgosas. Cabe resaltar que los sectores con mayores niveles de cartera e IC (industria y comercio) presentan, a su vez, un desempeño financiero medio.

C. HOGARES

En esta sección se analiza la situación financiera de los hogares, evaluando su nivel de ahorro, endeudamiento y carga financiera, y cómo se relacionan estas variables con la actividad económica. Adicionalmente, se examinan sus índices de expectativas, confianza y condiciones económicas, con el objetivo de complementar el estudio del balance financiero actual con sus perspectivas futuras.

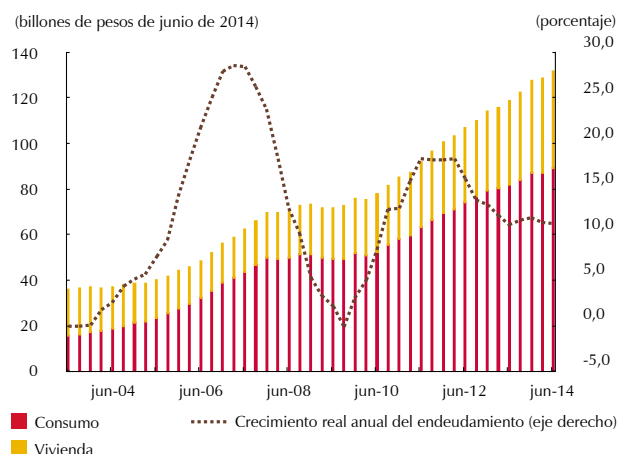
1. Situación económica y endeudamiento de los hogares

El endeudamiento de los hogares es una de las variables más relevantes en el análisis de la estabilidad financiera, ya que ante un eventual incumplimiento de sus obligaciones el sistema financiero puede enfrentar dificultades. Con el fin de monitorear de manera más precisa la dinámica de esta variable, se modificó la forma como se venía calculando⁸⁹. En particular, se incluye, además de la cartera de vivienda y de consumo de los establecimientos de crédito, aquella otorgada por el Fondo Nacional del Ahorro (FNA) y las cooperativas de ahorro y crédito (CAC).

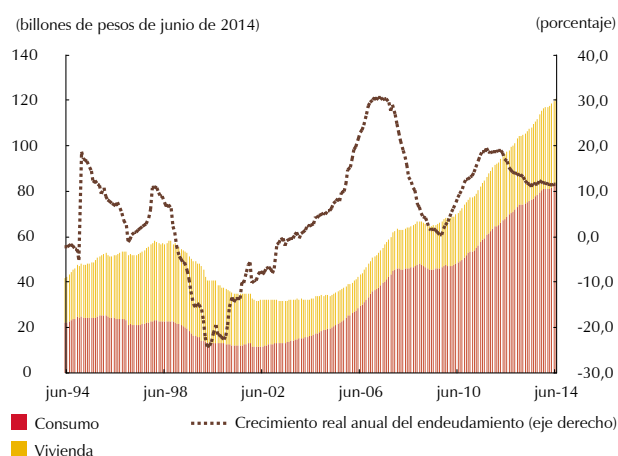
⁸⁹ Por esta razón, la información que se presenta en esta sección del *Reporte* no coincide con la sección de establecimientos de crédito.

Gráfico 45
Composición y crecimiento real anual del endeudamiento de los hogares

A. Establecimientos de crédito, FNA y cooperativas de ahorro y crédito



B. Establecimientos de crédito



Nota: la cartera de vivienda incluye el saldo total de titularizaciones y el *leasing* habitacional. La cartera de consumo contiene el *leasing* de consumo. En el caso de las cooperativas de ahorro y crédito se estimó el saldo de la cartera de vivienda y consumo para los meses de julio, agosto y septiembre de 2013 por problemas de información; además para años anteriores a 2008, dado que solo se tiene la información anual, se supuso un ritmo de crecimiento trimestral constante.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria y Titularizadora de Colombia; cálculos del Banco de la República.

A junio de 2014 el endeudamiento de los hogares ascendió a \$131,9 b⁹⁰, de los cuales el 67,4% corresponde a préstamos de consumo y el restante 32,6% a vivienda (Gráfico 45, panel A). El crecimiento real anual de esta deuda conjunta se ubicó en 11,3% en junio de 2014, cifra inferior a la observada un año antes (11,9%), lo cual obedece a una menor dinámica de los créditos de consumo, que pasaron de crecer a un ritmo de 10,7% en junio de 2013 a uno de 8,6% un año después.

Del total de endeudamiento de estos agentes, el 91,6% fue otorgado por los establecimientos de crédito, los cuales registran un saldo conjunto de las carteras de consumo y vivienda de \$120,8 b (Gráfico 45, panel B). Por su parte, las cooperativas de ahorro y crédito concentran el 4,9% del total, y el restante 3,5% fue otorgado por el FNA.

Si se tienen en cuenta los recursos desembolsados por las demás instituciones del sector cooperativo (fondos de empleados, multiactivas, especializadas e integrales sin sección de ahorro, asociaciones mutuales, entre otras), así como la cartera de las cajas de compensación familiar, el endeudamiento de los hogares a junio de 2014 asciende a \$140,9 b, de los cuales \$14,3 b pertenecen al agregado del sector solidario y \$1,2 b a las cajas de compensación familiar.

Es importante mencionar que la composición actual de la deuda de los hogares corresponde a un escenario con un menor respaldo de garantías que la de finales de los años noventa, ya que la proporción de la cartera de vivienda se ha reducido, lo que podría indicar un mayor riesgo de crédito. Sin embargo, la mayor exposición al riesgo de crédito tiene más cubrimiento, debido a la regulación vigente que exige un nivel más alto de provisiones para esta cartera⁹¹. Cabe resaltar que los préstamos de consumo son de menores montos y plazos, y

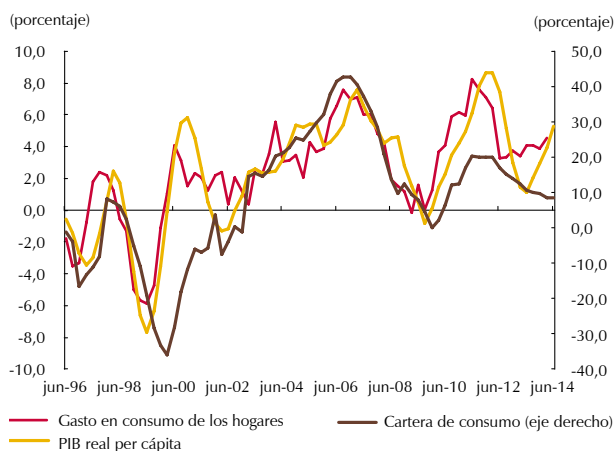
90 Este valor corresponde a las modalidades de consumo (incluyendo *leasing* de consumo) y vivienda (incluyendo *leasing* habitacional y titularizaciones). Es importante mencionar que el *leasing* habitacional se encuentra subestimado, dado que una entidad del sistema financiero tiene estos saldos en un patrimonio autónomo (fuera de balance). Por otro lado, el saldo de la cartera titularizada continuó desacelerándose, ubicándose en \$3,7 b en junio de 2014, comparado con \$5,2 b un año atrás.

91 Con la entrada en vigencia de las Circulares Externas 043 de 2011 y 026 de 2012 de la SFC, se implementaron mecanismos que incrementan el nivel de provisiones para la cartera de consumo y tienen como fin preservar el sano crecimiento de esta modalidad.

el saldo de la cartera está asignado a un mayor número de deudores. A marzo de 2014 el monto promedio de los desembolsos en la modalidad de consumo fue de \$11,4 m, mientras que en la de vivienda fue de \$66,7 m.

Cuando se compara la evolución de la cartera de consumo de los hogares con el crecimiento real anual del gasto en consumo de los hogares y el PIB per cápita, se observa, en general, una relación directa entre las tres variables. No obstante, a partir de junio de 2013 se evidencia que la desaceleración en el ritmo de expansión de la modalidad de consumo difiere de la dinámica al alza que presenta el gasto en consumo de los hogares y el PIB per cápita.

Gráfico 46
Crecimientos reales anuales del gasto en consumo de los hogares, PIB per cápita y de la cartera de consumo



Durante el primer semestre de 2014 el crecimiento real anual de la cartera de consumo se ubicó en 8,6%, cifra inferior a la registrada en junio de 2013 (10,6%) y en el mismo mes de 2012 (16,9%). Por su parte, el ritmo de expansión promedio del gasto de los hogares en marzo de 2014 fue superior al de un año atrás (4,6% frente a 3,4%), al igual que el del PIB real per cápita (3,9% frente a 1,4%). Para junio de 2014 se espera que dichas variables continúen en aumento, dado que el pronóstico de crecimiento del PIB real del Banco de la República para el segundo trimestre del año en curso es de 4,3% (Gráfico 46).

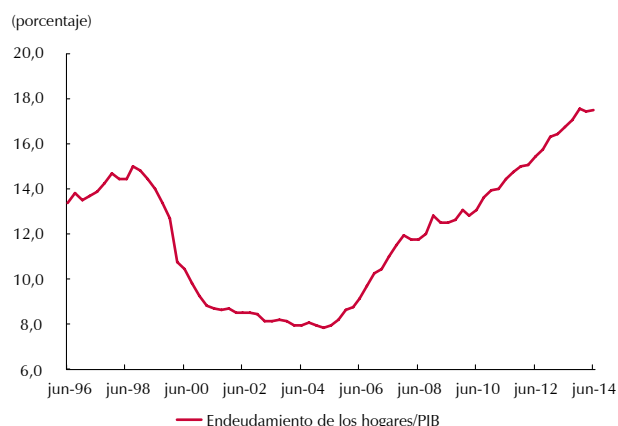
A partir del primer trimestre de 2014 la razón de endeudamiento de los hogares sobre PIB se ha estabilizado en alrededor del 17,4%, luego de una tendencia alcista presentada desde marzo de 2010. Este comportamiento se explica por un mayor ritmo de crecimiento

del PIB per cápita en comparación con trimestres anteriores, así como por una estabilización en el endeudamiento de los hogares (Gráfico 47, Panel A). Asimismo, en junio de 2014 la relación entre el endeudamiento de los hogares y su ingreso disponible anual se estabilizó en alrededor de 28%, después de presentar una tendencia al alza desde 2010 (Gráfico 47, Panel B). Es importante mencionar que, si se tienen en cuenta las demás instituciones de la economía solidaria y las cajas de compensación familiar, estos indicadores ascienden a 18,7% y 29,8%, respectivamente.

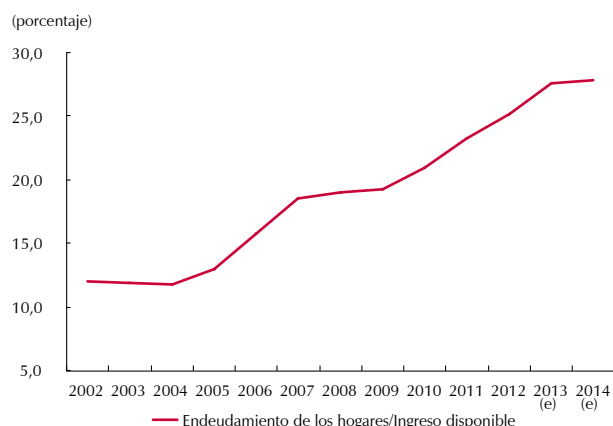
Durante el primer trimestre del año el ritmo de expansión real anual promedio de los desembolsos en la modalidad de consumo fue de 10,6%, mayor al 6,9% observado en el último trimestre de 2013. Entre diciembre de 2013 y marzo de 2014 los mayores crecimientos se presentaron en los créditos rotativo (de -10% a 1,6%), de vehículos (de 0,6% a 11,6%) y tarjetas de crédito (de -1,9% a 22,2%). En términos de monto, la mayor parte de los desembolsos fueron otorgados en la modalidad de libranza (43,6%), seguida de libre inversión y vehículo, con participaciones de 26,3% y 10,4%, respectivamente. Por su parte, los cupos aprobados a tarjetas de crédito correspondieron al 18,4% de los desembolsos, buena parte

Gráfico 47

A. Carteras de consumo y de vivienda sobre PIB



B. Carteras de consumo y de vivienda sobre ingreso disponible



(e): estimado.

Nota: la cartera de vivienda incluye el saldo total de titularizaciones y el leasing habitacional. La cartera de consumo contiene el leasing de consumo. En el caso de las cooperativas de ahorro y crédito, se estimó el saldo de la cartera de vivienda y consumo para los meses de julio, agosto y septiembre de 2013 por problemas de información; además, para años anteriores a 2008, dado que solo se tiene la información anual, se supuso un ritmo de crecimiento trimestral constante. El PIB real per cápita de junio de 2014 se calculó sobre una proyección del crecimiento real anual del PIB del segundo trimestre de 2014 de 4,3%.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia; Superintendencia de la Economía Solidaria y Titularizadora de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de los cuales fueron destinados a clientes con ingresos superiores a dos salarios mínimos mensuales legales vigentes (smmlv) (78,8%).

Al analizar el número de operaciones por modalidad de la cartera de consumo, se observa que los cupos aprobados a tarjetas de crédito continúan teniendo la mayor participación, siendo esta de 56,1% en el primer trimestre del año. Al mismo tiempo, los créditos que le siguen en importancia son los de libranza (19,8%) y libre inversión (14,9%).

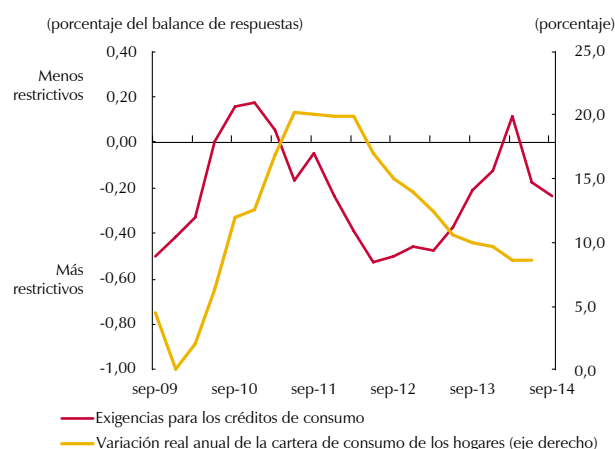
Por su parte, según el *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia* de junio de 2014 se evidencia un aumento en las exigencias para otorgar nuevos créditos de consumo en el segundo trimestre del año. De hecho, el balance de respuestas de las entidades (ponderado por su participación en esta modalidad) para el próximo trimestre sigue siendo negativo, lo que indica que el acceso de los hogares al crédito de consumo podría ser más restringido que en años anteriores (Gráfico 48). Se observa, además, que históricamente un aumento en las exigencias se refleja luego en una desaceleración de la cartera, por lo que se podría esperar que continúe desacelerándose en lo que resta del año 2014.

En cuanto al comportamiento de los desembolsos de la cartera de vivienda, los destinados a vivienda de interés social (VIS) han presentado una aceleración, al mostrar un ritmo de crecimiento real anual promedio de 10,4% en el primer trimestre de 2014, cuando en el último trimestre del año anterior fue de -5,3%. Por su parte, los desembolsos destinados a vivienda diferente de VIS han mostrado una desaceleración en su crecimiento promedio, pasando de 41,3% en los últimos tres meses de 2013 a 34,3% en los primeros tres meses de 2014. Aunque la mayor parte de los desembolsos siguen siendo destinados a la adquisición de vivienda no VIS, esta participación disminuyó de 78,2% en diciembre de 2013 a 76,6% en marzo de 2014. En cuanto al número de desembolsos de la cartera de vivienda, se observa un aumento en la participación de los destinados a la adquisición de VIS, la cual pasó de 42,8% a 45,2% entre diciembre de 2013 y marzo de 2014.

miento promedio, pasando de 41,3% en los últimos tres meses de 2013 a 34,3% en los primeros tres meses de 2014. Aunque la mayor parte de los desembolsos siguen siendo destinados a la adquisición de vivienda no VIS, esta participación disminuyó de 78,2% en diciembre de 2013 a 76,6% en marzo de 2014. En cuanto al número de desembolsos de la cartera de vivienda, se observa un aumento en la participación de los destinados a la adquisición de VIS, la cual pasó de 42,8% a 45,2% entre diciembre de 2013 y marzo de 2014.

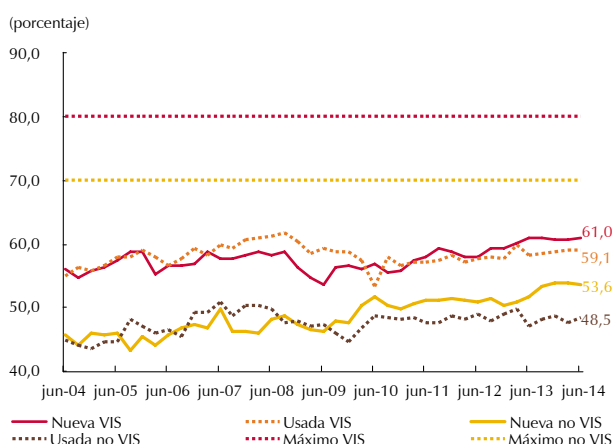
Por otro lado, es importante resaltar que los desembolsos en la modalidad de tasa real fija (en unidades de valor real: UVR) presentaron un crecimiento real anual promedio de 30,6% en los primeros tres meses de 2014, mientras que en los últimos tres meses de 2013 esta expansión había sido de 36,5%. En contraste, los desembolsos de la modalidad de tasa nominal fija (pesos) mostraron un aumento

Gráfico 48
Cambios en las exigencias en la asignación de nuevos créditos en la cartera de consumo



Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, junio de 2014; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 49
Loan to value



Fuentes: Asobancaria con base a reportes de AV Villas, Banco Caja Social, Bancolombia, BBVA, Colpatria y Davivienda.

en su crecimiento, pasando de -12,5% a 1,1% durante el mismo período. Por denominación, los desembolsos en pesos continúan teniendo la mayor representación (77,4% frente a 22,3% en UVR), situación que se viene presentando desde mediados de 2006, lo que implica una alta exposición de los establecimientos de crédito al riesgo de tasa de interés.

El *loan to value*⁹² (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías— ha aumentado con respecto a hace un año, tanto en el mercado de vivienda nueva, como en el de usada, para las modalidades VIS y no VIS. El mayor aumento sigue presentándose en el indicador para vivienda nueva diferente de VIS, el cual se ubicó en junio de 2014 en 53,6%, cuando un año antes era de 51,7% (Gráfico 49).

Por otra parte, el saldo de los depósitos correspondientes a los hogares se ubicó en \$65,3 b en junio de 2014, registrando un crecimiento real anual de 13,6% (promedio a doce meses), superior al observado seis meses atrás (10,8%). El 65,1% de los depósitos registrados en junio de 2014 corresponde a cuentas de ahorro y corriente⁹³ y el 33,7% a CDT (Gráfico 50, panel A).

Cuando se analiza la composición del saldo de los CDT de los establecimientos de crédito por sector⁹⁴, se observa que la participación de los hogares en el saldo total mostró una tendencia decreciente hasta finales de 2012; desde entonces se ha estabilizado en valores alrededor de 22%⁹⁵ (Gráfico 50, panel B).

92 De acuerdo con el Decreto 195 de 2000, modificado por el Decreto 3760 de 2008, es posible financiar hasta el 70% del valor del inmueble para la vivienda diferente de VIS, mientras que para la VIS este porcentaje es del 80%.

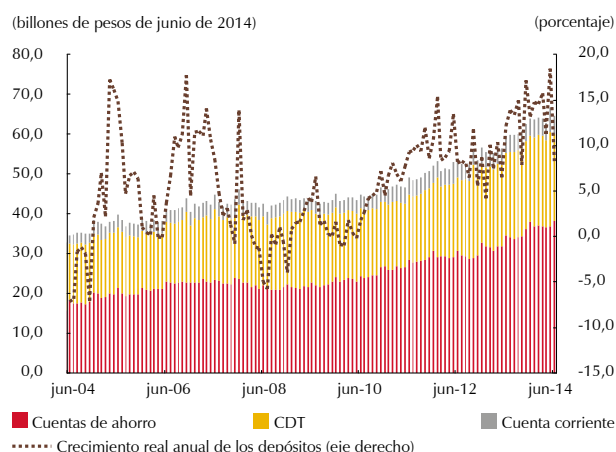
93 Allí se encuentran incluidas las cuentas de ahorro especial.

94 Vale la pena resaltar que la categoría denominada sector financiero solo incluye los saldos en posición propia.

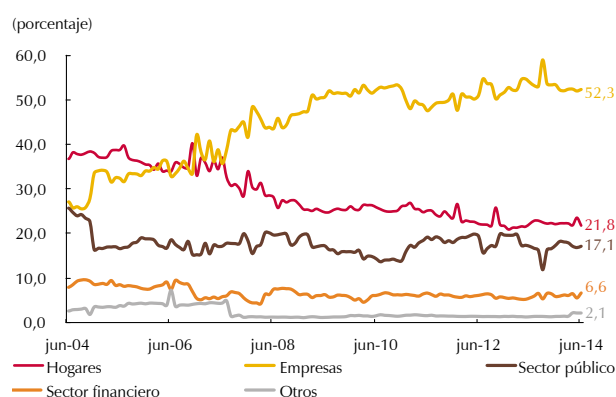
95 Es importante mencionar que esta proporción se encuentra subestimada, ya que no cuantifica la tenencia indirecta de CDT en fondos de inversión colectiva (FIC) y otras entidades financieras no bancarias.

Gráfico 50

A. Composición y crecimiento real anual de los depósitos de los hogares

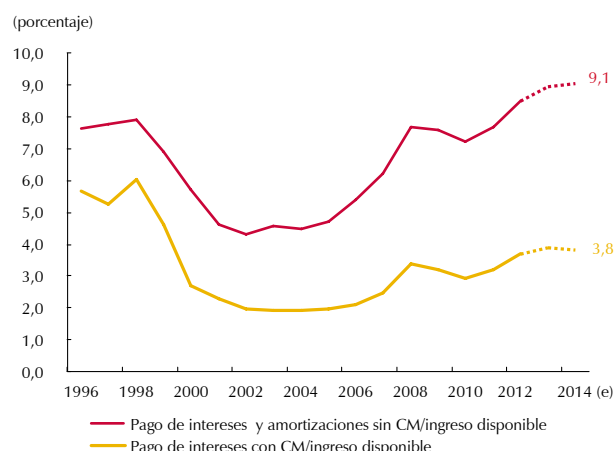


B. Composición de los CDT por sector



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51
Carga financiera de los hogares



(e): estimado.
CM: corrección monetaria.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

2. Carga financiera de los hogares

En esta sección se analiza la proporción entre el pago por intereses y abono a capital sobre el ingreso de los hogares, donde este último pasó de ser el ingreso de los asalariados al ingreso nacional disponible⁹⁶, ya que con el primero se subestiman los recursos que reciben estos agentes. Durante el primer semestre de 2014 la tendencia creciente del indicador de carga financiera de los hogares (CFI) se mantuvo, ubicándose en junio en 9,1%, mientras que un año atrás se encontraba en 9% (Gráfico 51); no obstante, continúa por debajo de la carga financiera observada en la crisis de 1998 (10,1%).

Al separar los componentes de la carga financiera por modalidades, se encuentra una disminución en el servicio de la deuda, explicada por la leve caída de la carga de consumo, lo cual está asociado con la menor dinámica que viene presentando esta cartera desde los últimos años (Gráfico 52). No obstante, los pagos por interés y amortizaciones de consumo representan el 7,5% del ingreso disponible, mientras que para la cartera de vivienda esta proporción es de 1,6%.

3. Perspectivas

Los indicadores de expectativas de los hogares mostraron un comportamiento positivo en el primer semestre de 2014 y sugieren una dinámica positiva para el segundo. El índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo⁹⁷ aumentó por quinto mes consecutivo, ubicándose en 26,7% en julio de 2014. Dado que este indicador se encuentra relacionado con el consumo

96 Para el año 2013 este ingreso se estimó suponiendo un crecimiento igual al del PIB; y para 2014, se supuso un crecimiento de 5%, acorde con el pronóstico del PIB en este año.

97 Es un índice que se realiza mensualmente por parte de Fedesarrollo y que tiene como objetivo conocer la percepción actual y futura de los hogares en las principales ciudades del país (Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla). Este índice reúne cinco componentes: tres de ellos hacen alusión a las expectativas de los hogares a un año y dos hacen referencia a la percepción frente a la situación económica actual. Con los tres primeros se construye el índice de expectativas del consumidor (IEC), y con los dos restantes el índice de condiciones económicas (ICE).

Gráfico 52
Carga financiera de los hogares por modalidad de crédito
(incluidas las amortizaciones)

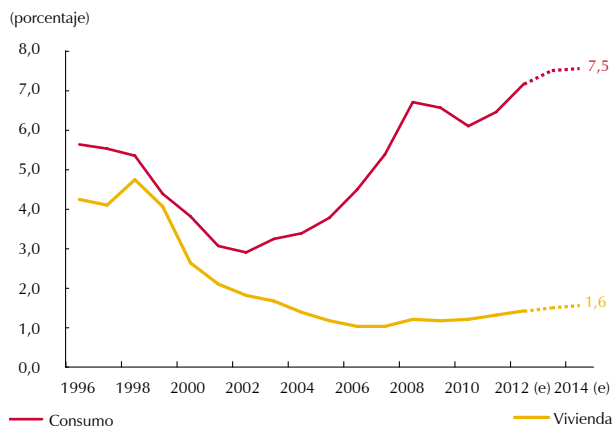


Gráfico 53
Índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo

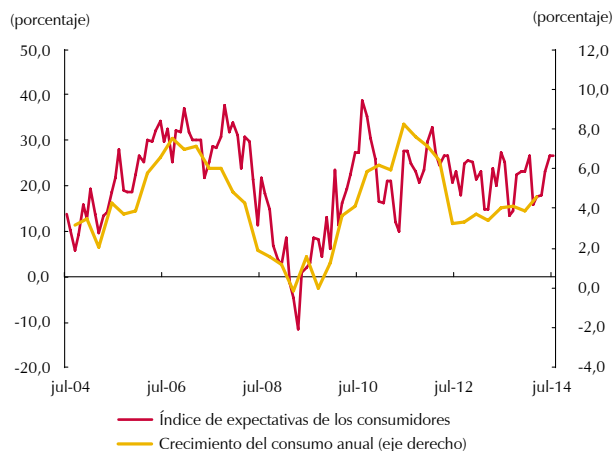
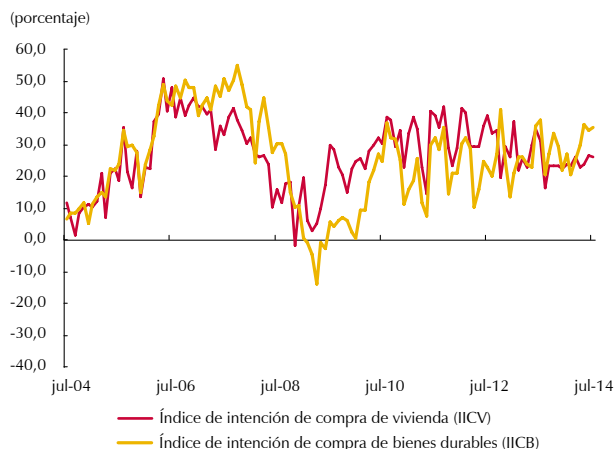


Gráfico 54
Índices de intención de compra de vivienda y bienes durables



de los hogares (Gráfico 53), esta dinámica favorable podría indicar que en lo que resta del año el gasto en consumo de estos agentes, y posiblemente su endeudamiento, registrarán crecimientos positivos.

En cuanto a los indicadores de intención de compra de bienes durables y de vivienda, se aprecia un aumento para ambos; especialmente para el primero, que pasó de 26,9% en enero de 2014 a 35,6% seis meses después. Por su parte, el índice de intención de compra de vivienda alcanzó un valor de 25,9%, cuando el semestre anterior se encontraba en 23,9% (Gráfico 54).

En conclusión, durante el primer semestre de 2014 el endeudamiento de los hogares continuó desacelerándose a un ritmo moderado, explicado fundamentalmente por un menor crecimiento de la cartera de consumo. Se observó que al incluir dentro del endeudamiento de estos agentes al FNA y a las cooperativas de ahorro y crédito este nivel asciende a \$131,9 b. Por otro lado, la carga financiera de los hogares aumentó levemente, de forma que la proporción de ingresos que los hogares debieron destinar al cumplimiento de sus obligaciones financieras fue más alta que la observada durante 2013. Vale la pena resaltar que la situación económica de los hogares es positiva, en tanto el crecimiento del ingreso de estos agentes permanece en niveles superiores al promedio de los dos últimos años y los indicadores de expectativas e intención de compra se mantienen en niveles positivos y altos.

Recuadro 2

ANÁLISIS DE LA CARTERA DE INFRAESTRUCTURA Y DE LOS RIESGOS ASOCIADOS CON LOS PROYECTOS DE CUARTA GENERACIÓN

Felipe Clavijo Ramírez
Jorge Hurtado Guarín
Carlos Quicazán Moreno*

Dentro de los próximos años, especialmente entre 2015 y 2020, se espera la ejecución de inversiones en el sector vial por un valor de \$47,0 billones (b)¹, cifra que a junio de 2014 representa el 26% de la cartera comercial. Esto se realizará para cumplir con el programa de concesiones viales de cuarta generación (4G), desarrollado por el gobierno nacional, por intermedio de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI).

Dado el monto esperado de estas inversiones y sus posibles efectos en la cartera del sistema financiero, en este recuadro se analiza el comportamiento de la cartera comercial y de infraestructura durante los últimos años y de los riesgos asociados con la financiación de los proyectos de 4G.

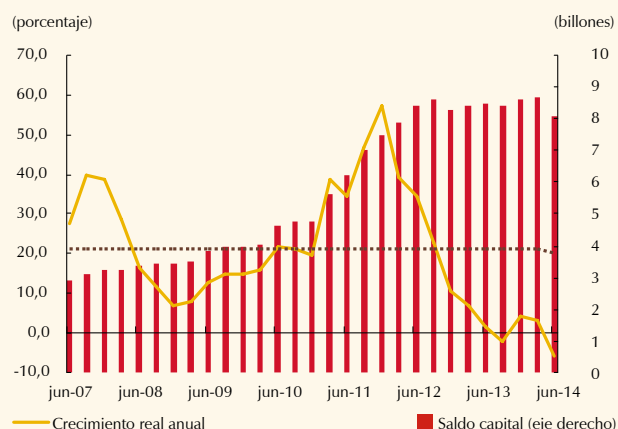
1. Evolución de la cartera de infraestructura

Con la financiación de los proyectos de 4G se espera un aumento considerable de la participación de los créditos de infraestructura y, por ende, de la dinámica de la cartera comercial.

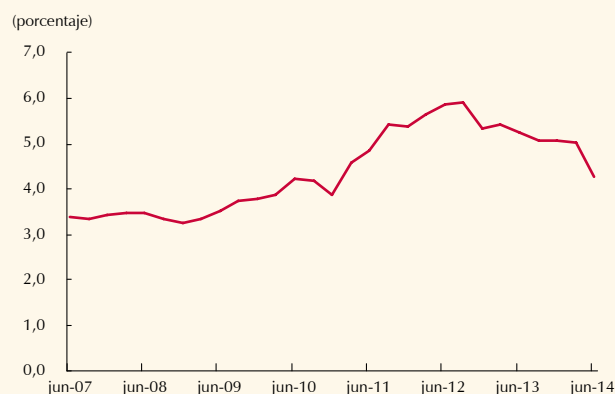
Entre marzo de 2007 y junio de 2014 se observa que los créditos cuya clasificación internacional industrial uniforme (CIU) es 4530, código que hace referencia al sector de construcción de obras de ingeniería civil², exhibieron un crecimiento real anual promedio de 20,1% (Gráfico R2.1, panel A), aunque en este último mes registró un decrecimiento de 5,9%, alcanzando los 8,1 b³. Cuando se analiza la participación de estos créditos dentro de la cartera comercial, se observa una dinámica al alza desde inicios de 2011, repre-

Gráfico R2.1
Créditos con CIU 4530 “Construcción de obras de ingeniería civil”

A. Crecimiento real créditos CIU 4530



B. Participación de los créditos CIU 4530 en la cartera comercial



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

* Los autores son, en su orden, profesionales, y profesional especializado del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Cifra tomada del documento Conpes 3760, de 2013.

2 En esta tipología se incluye la construcción de obras de ingeniería civil, tales como autopistas, calles, puentes, túneles, vías de ferrocarril, campos de aviación, puertos y otros proyectos de ordenamiento hídrico, sistemas de riego, sistemas de alcantarillado, instalaciones industriales, conductos y líneas de transmisión de energía eléctrica, instalaciones deportivas, entre otros.

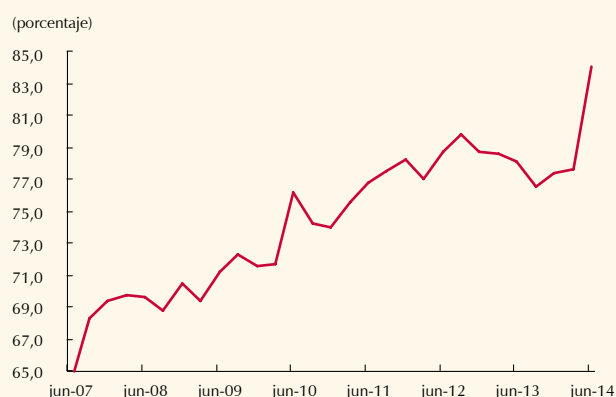
3 Cuando se calcula la cartera que tienen las empresas que componen la muestra anual de firmas de la Superintendencia de Sociedades para 2013, se identifican \$3,5 b.

sentando el 4,3% a junio de 2014 (Gráfico R2.1, panel B). En cuanto a los indicadores de calidad (IC) —medido como la relación entre las carteras riesgosa y bruta— y de mora (IM) —medido como la relación entre cartera vencida y cartera bruta total—, de la cartera de infraestructura, a junio de 2014 se ubicaron en 7,5% y 5,1%, respectivamente. Es importante anotar que estos indicadores son mayores a los observados para la cartera comercial, los cuales en el segundo trimestre de 2014 se ubicaron en 6,3% y 2,2%.

Por último, al analizar la concentración de esta cartera, se observa que, a junio de 2014, el 84,0% de estos préstamos

fueron otorgados por cinco entidades, entre las cuales se destacan tres que concentraron el 69,4% de la cartera total destinada a este sector económico. Cabe resaltar que desde 2007 se ha observado un comportamiento creciente en la concentración de las cinco entidades (Gráfico R2.2).

Gráfico R2.2
Evolución de la concentración de la cartera de infraestructura en 5 establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Riesgos asociados con la financiación de proyectos de 4G

Los proyectos de 4G se ejecutarán bajo el esquema de asociaciones público-privadas (APP)⁴, el cual tiene como objetivo principal la vinculación de capital privado en la provisión de bienes públicos y de sus servicios relacionados. Es importante mencionar que antes de la implementación de este esquema (proyectos de primera, segunda y tercera generación de concesiones viales) los proyectos presentaban un alto apalancamiento en recursos públicos, dada la baja participación del capital propio de los concesionarios, así como de los inversionistas institucionales. Lo anterior generó un esquema de malos incentivos a los privados y llevó a demoras en la entrega de las obras, demandas, multas, obras adicionales, sobrecostos, desplazamiento de cronogramas y, por ende, a un desbalance financiero en los contratos.

La ejecución de los contratos relacionados con los proyectos viales de 4G se hará en tres etapas: la primera se denomina preoperativa, que a su vez se divide en una fase de preconstrucción y otra de construcción; la segunda es la etapa de operación y mantenimiento, y la tercera es la de reversión⁵.

4 La definición y características de este esquema se presentan en detalle en la Ley 1508 de 2012.

5 En esta etapa el concesionario entrega los bienes asociados con el proyecto a la ANI para dar por terminado el contrato.

Estos contratos tendrán un plazo máximo de treinta años, incluidas prórrogas.

Con la expedición de la Ley 1508 de 2012 se incorporaron cambios importantes para el desarrollo de la infraestructura, donde se especifica que el socio privado o concesionario debe constituirse como un patrimonio autónomo, cuyo único objetivo es la ejecución del contrato del proyecto que le fue adjudicado, con recursos que son administrados por una fiduciaria. Este debe financiar, con capital propio o con deuda, la construcción de la totalidad de la infraestructura (Capex), la cual estaría dividida en unidades funcionales⁶. Así, pues, el privado tendrá derecho a recibir retribuciones⁷ a medida que entregue cada una de las unidades funcionales totalmente construidas, con ciertos estándares de calidad preacordados en el contrato. Lo anterior busca alinear incentivos para que el privado construya rápidamente y, en esta medida, tenga el derecho de percibir su retribución, pero construyendo con materiales de buena calidad, ya que esto le significará menos recursos invertidos en la etapa de operación y mantenimiento (Opex).

La estructura de los contratos del nuevo programa de 4G, que incluye los actores y sus interrelaciones, se puede resumir en el Diagrama R2.1.

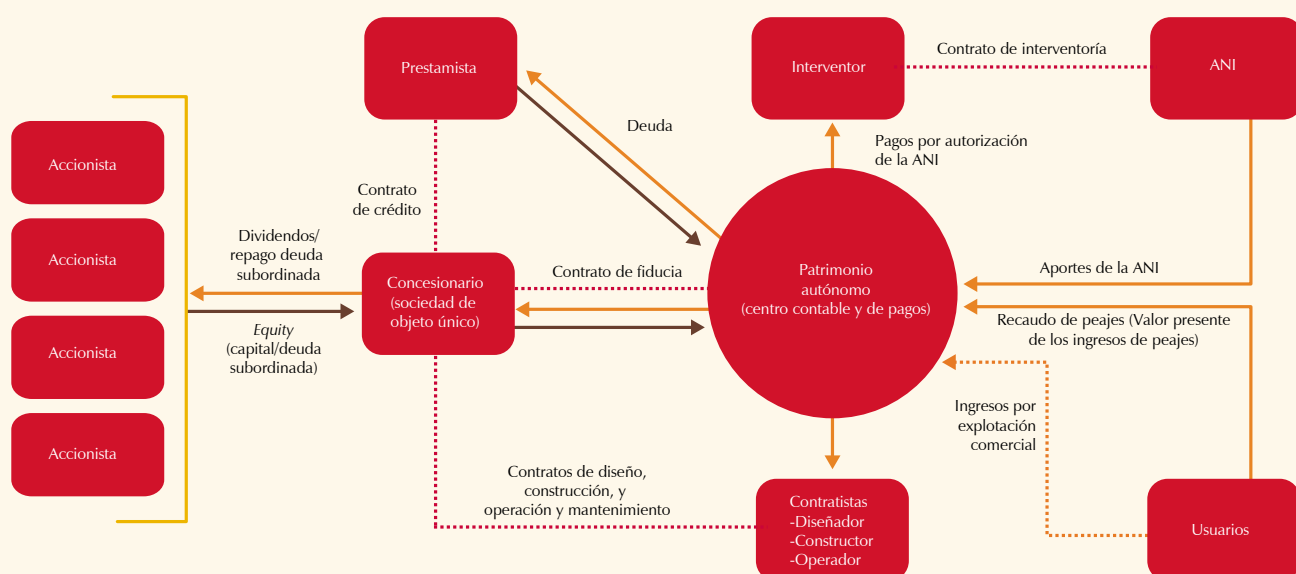
El diagrama muestra que el patrimonio autónomo desempeñará un papel crucial dentro del desarrollo del proyecto, debido a que funcionará como centro contable y de pagos. Este patrimonio autónomo se nutre de los aportes de capital del concesionario⁸, de la deuda que este asume con

6 El término *unidad funcional* se refiere a cada una de las divisiones del proyecto, que corresponden a un conjunto de estructuras de ingeniería e instalaciones indispensables para la prestación de servicios, las cuales tienen independencia funcional; es decir, que pueden operar de forma individual. Por ejemplo, si existe un proyecto que contempla la construcción de dos túneles, 25 km de doble calzada y 40 km de calzada sencilla, se podría decir que este proyecto tiene cuatro unidades funcionales, si cada túnel y los dos tramos de vía pueden ser explotados independientemente de la terminación de las otras estructuras.

7 Las fuentes para el pago de retribuciones al concesionario son tres: i) aportes de la ANI (presupuesto de la nación y/o de entes territoriales); ii) recaudo de peajes, y iii) ingresos por explotación comercial (ingresos recibidos por la prestación de servicios adicionales en el área de la concesión).

8 Los aportes de capital por parte del concesionario (o giros de *equity*) son de carácter obligatorio y deben ser depositados al patrimonio autónomo en plazos preestablecidos, los cuales son acordados entre el prestamista y el concesionario, o por la ANI, durante la estructuración del contrato. El concesionario puede realizar estos giros de *equity* con aportes de capital de los socios, colocación de acciones o deuda adquirida por los socios subordinada a la deuda *senior*.

Diagrama R2.1
Relaciones y actores reconocidos en los contratos de 4G



Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura.

los prestamistas mediante un contrato de crédito⁹, de los aportes de la ANI y de los ingresos por peajes y explotación comercial. En contraste, el patrimonio autónomo realiza pagos al concesionario (retribuciones) y a sus contratistas, a los prestamistas (servicio de la deuda) y al interventor contratado por la ANI. Cabe recordar que el patrimonio autónomo será administrado mediante un contrato de fiducia, suscrito entre el concesionario y una entidad fiduciaria.

Buscando estimular la inversión privada dentro de los diferentes proyectos y para atraer inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones y aseguradoras, la ANI deberá contemplar en cada uno de los contratos de concesión de 4G la matriz de riesgos presentada en el Cuadro R2.1).

Los riesgos asociados con los proyectos 4G¹⁰ se han distribuido de tal forma que los inversionistas de la etapa de construcción cuenten con el apoyo y garantías suficientes para asumir la financiación de los proyectos. Este respaldo se ma-

terializa en una menor incertidumbre en el flujo de ingresos para el proyecto, dados los mecanismos de mitigación de riesgos generados por la ANI, como la asunción de los sobrecostos por parte de la misma entidad, la redistribución del riesgo hacia terceros mediante esquemas de aseguramiento y contratos tipo EPC¹¹, la flexibilidad de negociación del contrato de crédito por parte del prestamista, el diseño de las fórmulas de liquidación y la garantía del flujo proyectado de las retribuciones por los ingresos de peajes.

Durante la etapa de operación y mantenimiento los riesgos más importantes a los que se enfrentan los inversionistas son el comercial y el regulatorio. En esta fase, el flujo de ingresos del proyecto puede ser menor al esperado si las retribuciones por ingresos de peajes son menores a las proyectadas, si los cambios regulatorios afectan de manera negativa los flujos del proyecto, o si el incumplimiento del concesionario genera deducciones o multas. Al igual que en la etapa inicial, los menores ingresos por incumplimientos están previstos en los contratos, y son atenuados por la posibilidad de intervención en el proyecto de los inversionistas y los límites a las deducciones por parte de la ANI. Por su lado, los menores

9 El contrato de crédito es aquel celebrado entre el concesionario y los prestamistas, donde es fundamental que estos últimos establezcan las condiciones para mitigar el riesgo de impago del servicio de la deuda por parte del concesionario e incentivarlo a cumplir con los plazos establecidos para el proyecto. Lo anterior lo puede hacer condicionando los desembolsos a avances de obra, estableciendo cláusulas que den prioridad al pago de la deuda, requiriendo aportes de *equity* mayores al mínimo establecido en el contrato del proyecto, entre otros.

10 Para mayor detalle sobre estos riesgos y algunos de sus mitigantes, véase el documento Conpes 3760 de 2013.

11 Que significa *engineering, procurement and construction*, también conocidos como contratos “llave en mano”, son una herramienta con la cual el concesionario difiere en un tercero (contratista EPC) la obligación de diseñar y construir el proyecto a cambio de un “precio global”, el cual incluye la búsqueda y contratación de todos los insumos necesarios para desarrollar estas actividades (personal, maquinaria y materiales).

Cuadro R2.1
Riesgos y mitigantes asociados con la financiación de los proyectos de 4G

Etapas	Área de riesgo	Quién asume el riesgo		Mitigantes
		Público	Privado	
Preoperativa (preconstrucción y construcción)	Financiera		X	Contrato de crédito.
	Sobrecostos de la gestión predial, ambiental y social, y redes	X	X	Poderes especiales otorgados al concesionario, garantías parciales de la ANI respaldadas por el fondo de contingencias, exigencia de requisitos mínimos previo inicio de la construcción e interventor contratado por la ANI.
	Diseño y construcción		X	Garantía parcial de la ANI (sólo cuando hay sobrecostos por túneles), exigencia de requisitos mínimos y contratos EPC.
Operación y mantenimiento	Sobrecostos de operación y mantenimiento		X	Contrato EPC.
	Comercial	X		Pago de diferenciales de recaudo por parte de la ANI en los años 8, 13, 18 y 25, por menor flujo de tráfico.
Todas	Regulatorio	X	X	Garantía parcial de la ANI.
	Fuerza mayor	X	X	Garantía completa de la ANI a excepción de eventos asegurables, exigencia de seguros en los contratos.

Fuentes: ANI y Documento Conpes 3760; elaboración del Banco de la República.

ingresos por peajes o los cambios regulatorios también son remunerados por esta entidad.

De acuerdo con lo anterior, los inversionistas o prestamistas que decidan financiar los proyectos de 4G tendrían una baja exposición al riesgo de crédito, debido a que, si bien existe una probabilidad de *default* en cualquiera de las etapas del proyecto, los contratos contemplan distintos mecanismos para minimizar la pérdida dado ese incumplimiento.

Sin embargo, se debe tener en cuenta que existe un riesgo de liquidez, pues de presentarse la liquidación del contrato por algún evento de fuerza mayor o de incumplimiento, la ANI cuenta con un plazo de 540 días para desembolsar el valor de la liquidación. Adicionalmente, de no alcanzarse los ingresos de peajes esperados en los distintos años, la ANI cuenta con un máximo de 45 días en los años 8, 13 y 18 y de 540 días en el año 29 para desembolsar el diferencial de

recaudo frente al proyectado. Por último, cabe notar que el sector asegurador asumiría parte del riesgo de construcción y que las fiduciarias incurrirían en un riesgo operativo y legal, debido a que son las encargadas de administrar los recursos de estos proyectos.

Referencias

- Congreso de la República de Colombia (2012). “Ley 1508: por la cual se establece el régimen jurídico de las Asociaciones Público Privadas, se dictan normas orgánicas de presupuesto y se dictan otras disposiciones”, República de Colombia.
- Conpes (2013). “Proyectos viales bajo el esquema de asociación público privadas: cuarta generación de concesiones viales”, documento Conpes 3760, Consejo Nacional de Política Económica y Social.

Recuadro 3

EJERCICIO DE ESTRÉS SOBRE LA CARGA FINANCIERA DEL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO COLOMBIANO

Juan S. Lemus Esquivel
Angélica Lizarazo Cuéllar
Carlos Quicazán Moreno*

1. Motivación

Históricamente, el deudor que ha concentrado la mayor cantidad de los activos de los establecimientos de crédito en Colombia es el sector corporativo privado¹. A junio de 2014 este sector concentró el 48,2% de los activos (suma de cartera, *leasing* financiero y bonos) de los establecimientos de crédito. Prever y advertir sobre posibles episodios de estrés financiero en estos agentes es fundamental para el mantenimiento de la estabilidad del sistema, razón por la cual resulta necesario hacer un monitoreo de sus hojas de balance con el fin de identificar el conjunto de riesgos a los que podrían exponerse.

Recientemente, en la edición del *Global Financial Stability Report* de abril de 2014, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó los resultados de un ejercicio de estrés sobre el sector corporativo para una muestra de 19 economías emergentes, siendo una de estas Colombia. El ejercicio consiste en aplicar un choque al indicador de carga financiera (*interest coverage ratio*: ICR) que se define como la razón entre el Ebitda² y los gastos por intereses. Se disminuye el numerador y se incrementa el denominador del indicador de forma simultánea en una proporción equivalente al 25%. Este ejercicio de sensibilidad simula los potenciales efectos que las empresas podrían enfrentar ante la ocurrencia simultánea de altos niveles de deuda, baja capacidad de pago, condiciones de financiamiento externas adversas y una reversión de los flujos de capitales. Los efectos agregados de esta situación traerían consigo un incremento en el costo del fondeo y una caída de las utilidades.

Por país, la muestra de empresas se divide y analiza en tres grupos, a saber: i) empresas con un ICR mayor o igual a dos

veces y menor o igual a tres veces; ii) empresas con un ICR mayor o igual a una vez y estrictamente menor a dos veces, y iii) empresas con un ICR menor a una vez. Para el FMI una empresa se considera frágil si su ICR se encuentra por debajo de dos veces. Lo anterior se interpreta como aquella situación en que la firma no está generando suficiente flujo de caja para cumplir con el pago de los intereses de sus obligaciones financieras con terceros. Una situación adversa es cuando el indicador se ubica por debajo de 1, pues los recursos derivados de su operación son insuficientes para asumir el servicio de su deuda.

El ejercicio de estrés tiene como objetivo construir dos indicadores de desempeño: por una parte, calcula la proporción de firmas en riesgo (frágiles) y, por otra, la deuda que estas concentran antes y después del choque. Para el caso colombiano se hace uso de una muestra de 83 empresas públicas y privadas cuyo activo total, a diciembre de 2012 (fecha para la cual el FMI realiza el ejercicio de estrés), ascendió aproximadamente a US\$211 miles de millones (mm). Los resultados publicados por el FMI muestran que antes del choque una proporción significativa de las empresas estaban en una situación financiera idónea, pues su ICR se ubicaba por encima de tres veces. Asimismo, la deuda en riesgo, es decir, aquella en manos de las firmas frágiles, representaba el 3% del total de la deuda para la muestra analizada. No obstante, luego de estresar el indicador, las empresas frágiles aumentan de forma importante, con una participación del 25% de la muestra. Como consecuencia de lo anterior, la deuda en riesgo del sector corporativo colombiano, a raíz de la situación de estrés, representa aproximadamente el 30% de la deuda total después del choque.

Al comparar con las demás economías emergentes, se encuentra que Colombia es uno de los países más afectados por el ejercicio de estrés. Por lo anterior, y teniendo en cuenta que en el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República se analiza periódicamente la situación financiera del sector corporativo privado y las tendencias de sus indicadores de desempeño, se decidió replicar el ejercicio propuesto por el FMI para el período 2008-2013, empleando una muestra más grande y que habitualmente se considera como el mejor *proxy* del sector corporativo privado en Colombia (empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades [Supersociedades])³. El ejercicio se extiende al analizar consideraciones sobre las firmas frágiles, tales como:

* Los autores son, en su orden, profesional especializado, profesional y profesional especializado del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Por sector corporativo privado se entiende al conjunto de empresas privadas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y que no se encuentran en quebranto patrimonial.

2 El Ebitda es un indicador financiero que se construye a partir de cuentas del estado de resultados. Para su construcción, se parte de la utilidad operacional (EBIT, por su sigla en inglés) y a esta se le agregan los flujos de los gastos no efectivos, es decir, depreciaciones, amortizaciones y provisiones.

3 No se considera un período más largo debido a que la cuenta de gastos por intereses solo se encuentra disponible a partir de 2008.

composición sectorial, representatividad de su deuda financiera en el saldo vigente de la cartera comercial, indicadores de riesgo crediticio (IC e IM) y representatividad de los activos en el PIB y en el activo total de la base de Supersociedades. Estas características se contrastan con las observadas para la muestra total, con el objetivo de ver, por un lado, qué tan representativo es el conjunto de empresas en riesgo y, por otro, qué tanto difieren ambas muestras entre sí.

2. Resultados del ejercicio de estrés

La muestra de empresas de la Supersociedades entre 2008 y 2013 está compuesta en promedio por 19.326 firmas⁴ por año, cuyos activos promedio ascienden a US\$228,6 mm. En el Gráfico R3.1, panel A, se observa que para 2013 el 26% de las firmas son frágiles (es decir, que tienen un ICR < 2 veces), y después del choque este porcentaje aumenta levemente a 27,1% del total de la muestra. Al comparar la deuda en riesgo⁵, antes y después del choque se observa que para esta misma fecha la situación de estrés hace que el indicador aumente 1 punto porcentual (pp), llegando hasta un nivel de 32,9%. (Gráfico R5.1, panel B). De estos resultados se puede inferir que para el lapso analizado el choque no tiene un impacto tan significativo sobre las empresas bajo estudio, lo cual contrasta con los resultados publicados por el FMI. Cabe anotar que, si bien el ejercicio de estrés no incrementa de forma importante la proporción de empresas frágiles y, por ende, la participación de su deuda en el total, durante el período analizado la representatividad de las firmas frágiles con un ICR inferior a dos veces no es despreciable (en promedio 30%).

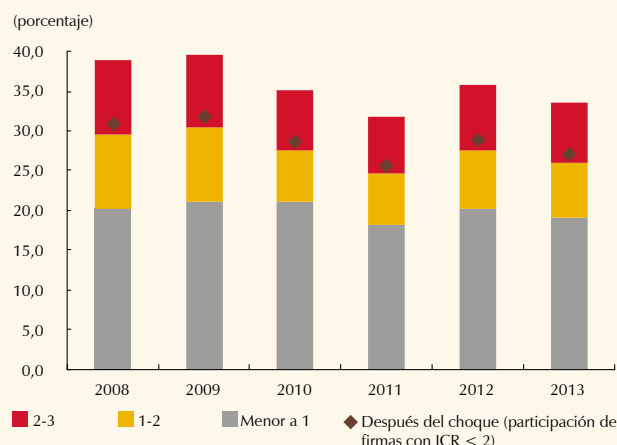
En la siguiente sección se analizan en detalle algunas de las características inherentes de estas empresas para así comprender, entre otros aspectos, qué tan expuesto se encuentra el sistema financiero a las mismas. Se quiere contrastar como hipótesis si existe alguna o varias características que permitan distinguir a una empresa frágil de aquella que no lo es.

4 El análisis excluye las firmas que se encuentran en quebranto patrimonial y aquellas para las cuales no es posible calcular el ICR por disponibilidad de información.

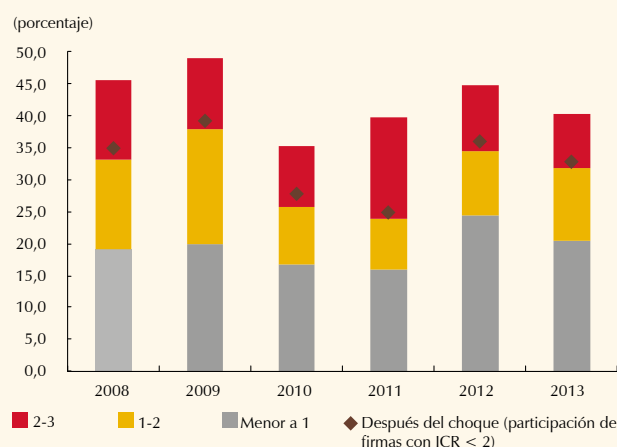
5 Para efectos de este recuadro, y en la replicación del ejercicio, la deuda total de una firma se calcula como la suma de las obligaciones financieras, las cuentas por pagar a proveedores y los bonos (tanto de corto como de largo plazo). Esta información corresponde a cuentas pasivas y se obtiene a partir de los datos de balance.

Gráfico R3.1

A. Distribución de firmas en riesgo por índice de cobertura de intereses (porcentaje del total de firmas de la base de Supersociedades)



B. Distribución de la deuda en riesgo por índice de cobertura de intereses (porcentaje del total de deuda de la base de Supersociedades)



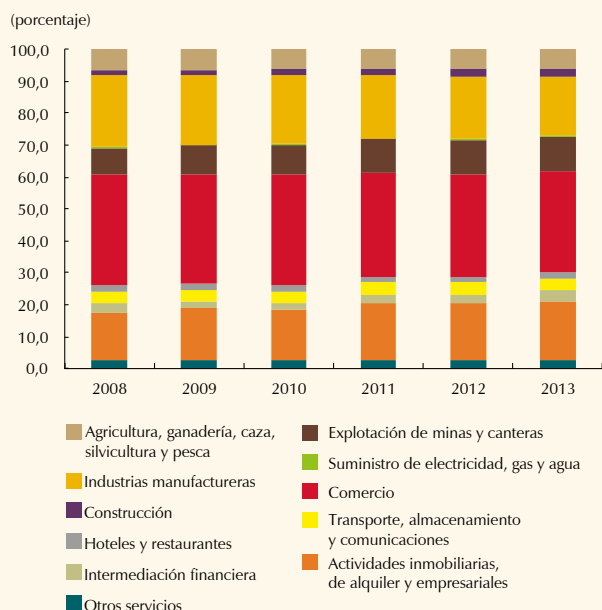
Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

3. Características de las empresas frágiles después del choque

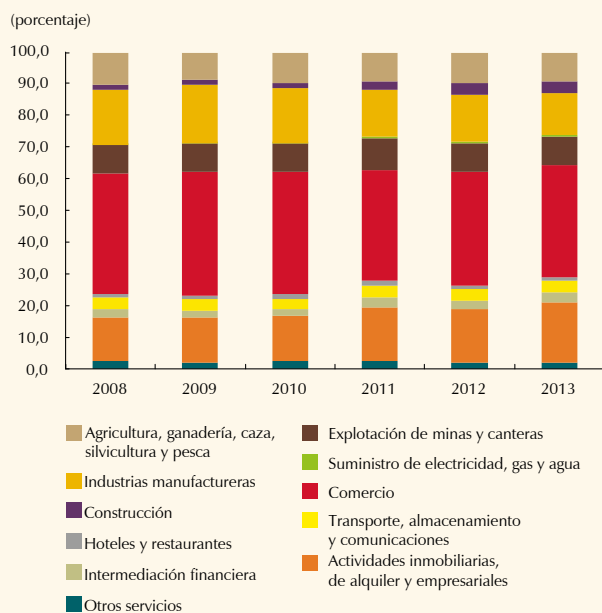
Cuando se analiza la composición sectorial de las empresas de Supersociedades y de aquellas identificadas como frágiles después de aplicar ejercicio de estrés, se puede observar que durante 2008-2013 las dos muestras son muy similares (Gráfico R3.2). Lo anterior permite concluir que la rama de la economía no es un determinante para explicar la fragilidad de una empresa. Durante el lapso analizado, y para las dos muestras, los sectores más representativos son comercio (en promedio 33,2% y 37,0% para la muestra total y la de empresas frágiles, respectivamente), industria (en promedio 20,7% y 16,1% para la muestra total y la de empresas frágiles, en su orden) y actividades inmobiliarias (en promedio 16,9% y 15,9% para la muestra total

Gráfico R3.2
Composición sectorial de las firmas analizadas

A. Base Supersociedades



B. Base empresas frágiles



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

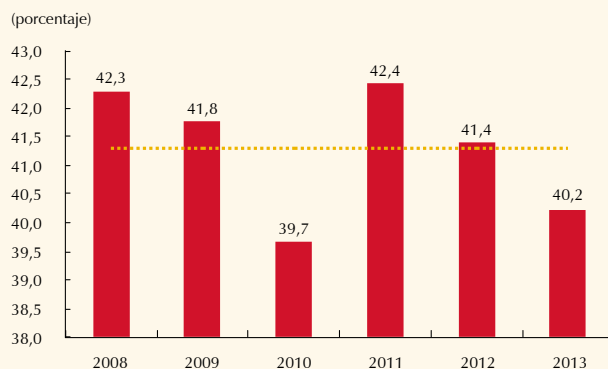
y la de empresas frágiles, respectivamente). Es importante resaltar que, luego del choque, la representatividad de las empresas de agricultura y pesca aumenta mientras que las de minería disminuye. Para las demás ramas su participación en la muestra antes y después del choque se mantiene relativamente estable.

Como se mencionó en el tercer capítulo de este Reporte, históricamente la muestra de empresas de Supersociedades ha sido el deudor más importante de la cartera comercial. En el Gráfico R3.3, panel A, se puede observar que dicha muestra ha concentrado en promedio el 41,3% del portafolio de créditos comerciales durante los últimos cinco años. Por otra parte, las firmas frágiles antes y después del choque representan un porcentaje importante de la cartera comercial durante dicho período, siendo esta cifra en promedio de 13,9% y 14,8%, respectivamente.

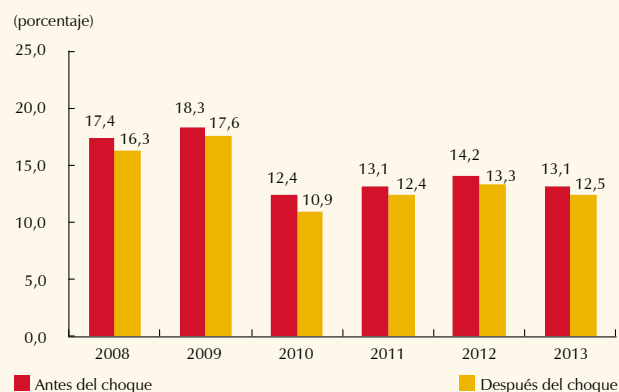
Los indicadores de riesgo de crédito, indicador de mora (IM) e indicador de calidad (IC), muestran que las empresas frágiles ($ICR < 2$), identificadas después del choque, cuentan con mayores niveles de riesgo frente a lo observado para la muestra total. El ejercicio de estrés permite identificar a aquellos agentes que durante el período analizado cuentan con indicadores de riesgo que alcanzan a ser inclusive el doble de los observados para las empresas de Supersociedades. La situación de estrés muestra que, en efecto, la fragilidad de los indicadores calculados a partir de

Gráfico R3.3
Representatividad en el saldo vigente de la cartera comercial

A. Base de la superintendencia de sociedades



B. Base de empresas frágiles



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

la información de balance se traduce en mayores niveles de riesgo crediticio para las empresas (Gráfico R3.4, panel B).

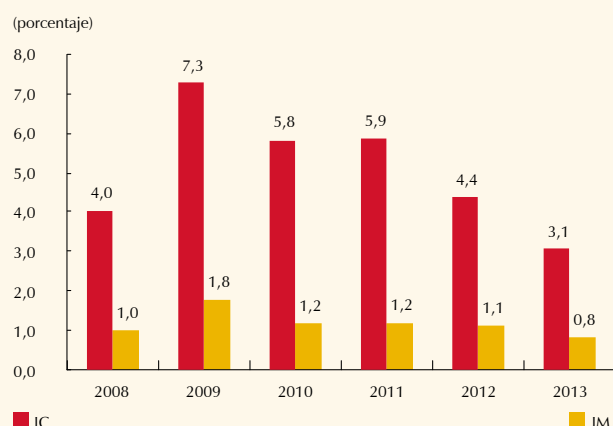
Entre 2008 y 2013 las firmas en riesgo representaron en promedio el 24,3% del activo de la muestra de Supersociedades. Cuando se analiza su participación relativa al tamaño de la economía, se encuentra una cifra promedio de 18,1% para dicho lapso. Las 83 empresas analizadas en el ejercicio del FMI tenían un activo total cercano a los US\$211 mm, lo que representa el 56% del PIB anualizado al cuarto trimestre de 2012; mientras que para la muestra de Supersociedades, compuesta por 20.321 agentes, su activo total alcanzó una participación del 76,7% (Cuadro R3.1).

En resumen, al replicar el ejercicio de estrés sobre el sector corporativo propuesto por el FMI en la edición del *Global Financial Stability Report* de abril de 2014 sobre la muestra

de empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades, se encuentran dos resultados importantes. En primer lugar, después del choque, las firmas frágiles muestran indicadores de riesgo (firmas y deuda en riesgo) mayores a los de la muestra de Supersociedades, lo cual evidencia que el ejercicio de estrés identifica a aquellos agentes dentro de la muestra total con niveles altos de riesgo de crédito. Segundo, al aplicar una situación de estrés en la que simultáneamente disminuyen las utilidades incrementa el gasto por intereses, se observa que una baja proporción de las firmas analizadas pasan a ser frágiles y, por tanto, la deuda en riesgo no se incrementa significativamente. Esto último contrasta con los resultados del FMI, lo que posiblemente se explica por las diferencias en el tamaño, composición de las muestras empleadas y, en particular, que para el caso del FMI, antes de aplicar el ejercicio de estrés, una proporción baja de las firmas se identificaba como frágiles (cerca del 15%). No obstante,

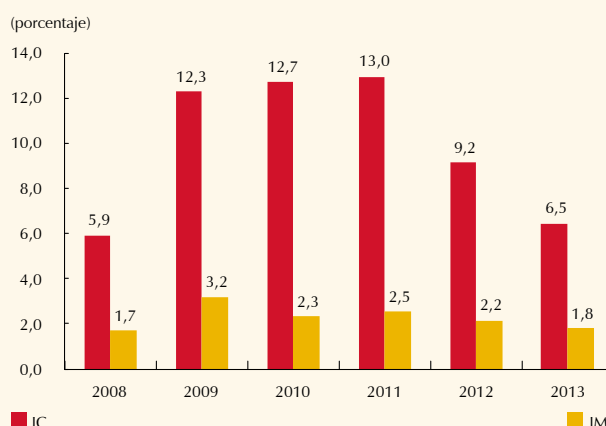
Gráfico R3.4
IC e IM para la muestra de Supersociedades y las empresas frágiles luego del choque

A. Indicador de Calidad e Indicador de Mora: Muestra Superintendencia de Sociedades



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

B. Indicador de Calidad e Indicador de Mora: Empresas en Riesgo (ICR < 2 después del choque)



Cuadro R3.1
Activo de las muestras analizadas (frágiles y base Supersociedades) y representatividad en el PIB

Año	Activo total: muestra Superintendencia de Sociedades (millones de USD)	Activo total: firmas en riesgo (millones de USD)	Participación del activo de las firmas en riesgo	Participación del activo firmas en riesgo sobre el PIB (porcentaje)	Participación del activo total sobre el PIB (porcentaje)
2008	145.446	38.608	26,5	18,0	68,0
2009	171.679	49.246	28,7	19,9	69,5
2010	204.551	41.301	20,2	14,5	71,8
2011	247.013	50.270	20,4	15,8	77,4
2012	288.724	76.725	26,6	20,4	76,7
2013	314.199	72.773	23,2	19,8	85,6
Promedio	228.602	54.821	24,27	18,07	74,83

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

luego de aplicar el choque, esta representatividad se duplica, siendo esto distinto a lo observado cuando se realiza el ejercicio para la muestra de Supersociedades.

Cuando se identifican las empresas frágiles y se comparan algunas de sus características con aquellas observadas para la muestra total, se encuentra que estas cuentan con mayores niveles de riesgo de crédito, medido en términos de los indicadores IC e IM. Asimismo, en años recientes su cartera ha representado en promedio el 14,8% del saldo vigente de la cartera comercial. Dado lo anterior, se considera oportu-

no monitorear periódicamente su capacidad de pago y la exposición que tienen los establecimientos de crédito a las mismas. Por otro lado, al analizar la rama de la economía a la que pertenece una empresa, se observa que esta variable no parece ser un factor diferenciador, sin embargo, llama la atención que el sector de agricultura y pesca aumente su representatividad en la muestra de firmas frágiles después del choque. Por último, las demás variables no muestran un comportamiento diferente cuando se comparan las dos muestras en cuestión.

Recuadro 4 SECTOR SOLIDARIO

Jessica Castaño Lavado
Ana María Yaruro*

En este recuadro se hace una breve caracterización del sector solidario en Colombia y se analiza su evolución reciente, el comportamiento de las principales cuentas de balance y de algunos indicadores de riesgo de crédito y de liquidez.

1. Generalidades del sector

El sector solidario se encuentra conformado por 4.576 entidades, de las cuales 2.360 realizan algún tipo de actividad financiera, según información reportada a la Superintendencia de la Economía Solidaria (SES) en diciembre de 2013¹. Dentro de las entidades del sector se incluyen las cooperativas especializadas de ahorro y crédito², las cooperativas multiactivas³, los fondos de empleados⁴, las asociaciones mutuales⁵, entre otras. Estas entidades se diferencian tanto en su tamaño como en su propósito, lo que da origen a

* Los autores son profesionales del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

- 1 Las actividades financieras corresponden a: intermediación financiera, servicios de ahorro y crédito y servicios de crédito. El resto de entidades son del sector real de la economía y se dedican a: agricultura y pecuaria; comercio al por mayor y menor; hoteles; restaurantes y bares; turismo; industria; transporte, entre otras.
- 2 Las cooperativas de ahorro y crédito son organismos cooperativos especializados cuya función principal consiste en adelantar actividad financiera exclusivamente con sus asociados (Ley 79 de 1988).
- 3 La Ley 79 de 1988 establece que las cooperativas multiactivas son aquellas que se organizan para atender varias necesidades, mediante concurrencia de servicios en una sola entidad jurídica. Los servicios deben organizarse en secciones independientes, de acuerdo con las características de cada tipo especializado de cooperativa. Además, estas pueden ser con o sin sección de ahorro y crédito.
- 4 En el Decreto 1481 de 1989 se encuentra que la característica principal de los fondos de empleados es que son empresas asociativas, constituidas por trabajadores dependientes y subordinados.
- 5 El Decreto 1480 de 1989 establece que las asociaciones mutuales tienen como objetivo brindarse ayuda recíproca frente a riesgos eventuales y satisfacer sus necesidades mediante la prestación de servicios de seguridad social.

distintos grados de supervisión (uno, dos y tres)⁶, los cuales determinan tanto el tipo de información que deben reportar, como su periodicidad. En particular, se tiene que el grado uno es el de mayor frecuencia (mensual) y exigencia de detalle de información, seguido de los grados dos (trimestral) y tres (semestral).

En el Cuadro R4.1 se presentan los diferentes tipos de entidades según su grado de supervisión. Como se observa, todas las entidades especializadas de ahorro y crédito se encuentran en el primer grado de supervisión, mientras que un alto número de instituciones de los otros tipos están en el grado tres de supervisión.

Por otro lado, se encuentra que el activo total del sector alcanzó un valor de \$26,1 billones (b) en diciembre de 2013, mientras que la cartera reportada fue de \$14,3 b, equivalente al 54,7% del total de sus activos. Además, se resalta que estas entidades concentran un alto número de asociados, que para dicha fecha fue alrededor de 5,8 millones (m) (Cuadro R4.2).

Al desagregar estas cifras por tipo de entidad, se observa que las multiactivas sin sección de ahorro concentran la mayor parte del activo del sector (28,5%), seguidas por las especializadas de ahorro y crédito (27,1%). En cuanto a la cartera, estas últimas son las que tienen la mayor participación dentro del total de instituciones (40,6%), a pesar de ser la segunda categoría con el menor número de entidades (144). En segundo lugar, los fondos de empleados cuentan con el 31,6% de la cartera del sector, siendo el grupo más representativo en términos de entidades (1.561). Cabe resaltar que las organizaciones solidarias que concentran el mayor porcentaje de asociados son las especializadas de ahorro y crédito y las multiactivas sin sección de ahorro, que en conjunto corresponden al 72,3% del sector.

2. Activo, pasivo y patrimonio del sector solidario

a. Composición y crecimiento del activo

Al analizar de manera más detallada el comportamiento del activo de las entidades del sector solidario, se aprecia una desaceleración en el ritmo de expansión durante el último año, pasando de registrar una tasa de crecimiento real anual de 5,7% en diciembre de 2012 a una de 4,6% en el mismo mes de 2013. Adicionalmente, se observa que del total de activos del sector, el 54,7% corresponde a cartera de créditos,

6 Los niveles de supervisión están reglamentados por el Decreto 2159 de 1999 y la Circular Externa 005 de 2011 de la SES.

Cuadro R4.1
Entidades del sector solidario por grado de supervisión

Tipo de entidad	Grado de supervisión			Total general
	1	2	3	
Especializadas de ahorro y crédito	144	0	0	144
Especializadas sin sección de ahorro	18	56	329	403
Fondos de empleados	85	237	1.239	1.561
Multiactivas con sección de ahorro y crédito	34	0	1	35
Multiactivas sin sección de ahorro	62	152	1.079	1.293
Asociaciones mutuales	1	9	165	175
Integrales con y sin sección de ahorro y crédito	13	13	118	144
Otras cooperativas	17	49	755	821
Total sector solidario	374	516	3.686	4.576

Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R4.2
Principales variables por tipo de entidad

Tipo de entidad	Especializadas de ahorro y crédito	Especializadas sin sección de ahorro	Fondos de empleados	Multiactivas sin sección de ahorro	Multiactivas con sección de ahorro y crédito	Otras cooperativas de ahorro y crédito	Total sector solidario
(porcentaje)							
Participación en la cartera	40,6	4,3	31,6	12,1	9,0	2,5	100,0
Participación en el activo	27,1	8,2	22,5	28,5	6,2	7,5	100,0
(billones de pesos)							
Cartera de créditos	5,8	0,6	4,5	1,7	1,3	0,4	14,3
Activo total	7,1	2,1	5,9	7,4	1,6	2,0	26,1
Pasivos	4,4	0,9	4,0	3,8	0,8	1,0	14,9
Patrimonio	2,6	1,3	1,9	3,6	0,8	1,0	11,2
Excedentes y/o pérdidas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,04	0,0	0,5
(número)							
Entidades	144	403	1.561	1.293	35	1.140,0	4.576
Asociados (miles)	2.205	300	933	2.002	135	243,3	5.820
Empleados (miles)	7,0	13,3	20,8	30,7	0,9	13,1	85,8

Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

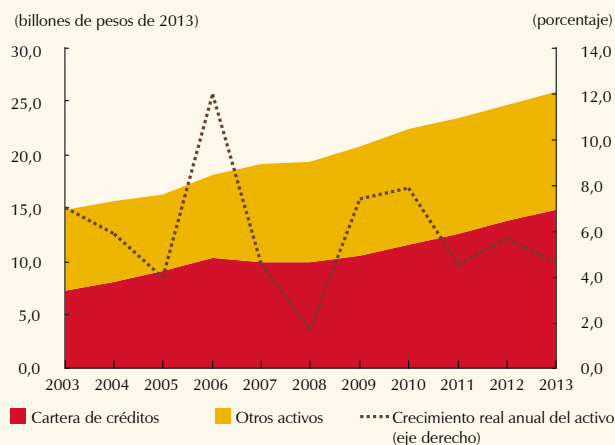
cuya proporción ha venido aumentando desde 2002, cuando se ubicaba en 47,0% (Gráfico R4.1). Por modalidad de crédito, los préstamos de consumo tienen la mayor participación, los cuales representaron el 83,8% del total de la cartera en diciembre de 2013, seguidos de los créditos comerciales (6,3%), de vivienda (5,8%) y los microcréditos (4,2%).

Si se comparan estos valores con los registrados para los establecimientos de crédito, se encuentra que el activo de las entidades del sector solidario es significativamente menor, pues en diciembre de 2013 equivalía al 6,1% del total de activos de los establecimientos de crédito. Asimismo, se observa que el ritmo de expansión de los activos es inferior para

el primer grupo (4,6% del sector solidario frente a 12,6% de los establecimientos de crédito), y la dinámica es más volátil que la que se evidencia para el caso de los establecimientos de crédito.

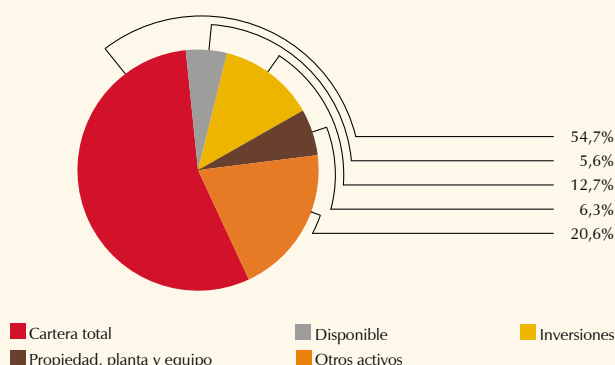
En el Gráfico R4.2 se presenta la composición del activo del sector solidario. Como se puede observar, las inversiones representan el 12,7% del activo, las propiedades, planta y equipo el 6,3%, y el disponible corresponde al 5,6%. Otros activos, como inventarios y otras cuentas por cobrar, participan con el 20,6% en dicha fecha. Es importante resaltar que, con respecto a 2012, no se evidencia ningún cambio en dicha composición.

Gráfico R4.1
Composición y crecimiento del activo del sector solidario



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

Gráfico R4.2
Composición del activo en diciembre de 2013

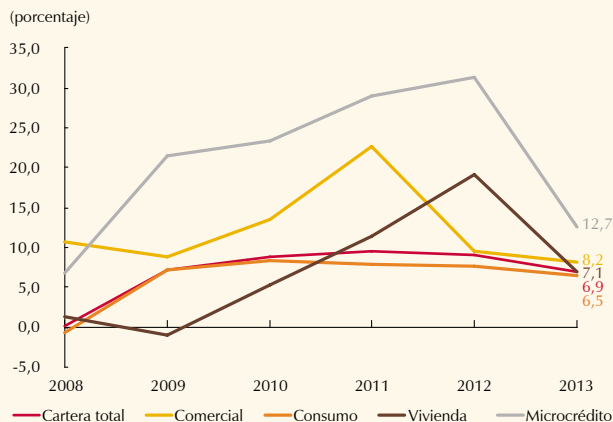


Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

Como se mencionó, la cartera de créditos del sector solidario se encuentra altamente concentrada en los préstamos de consumo (83,8%), a diferencia de los establecimientos de crédito, cuya modalidad con mayor participación es la comercial, la cual representa el 60,2% del total. Este comportamiento podría representar un mayor riesgo de crédito para dicho sector, debido a que la modalidad de consumo presenta menores garantías, en comparación con el resto de carteras.

Como se aprecia en el Gráfico R4.3, la modalidad que presentó la mayor dinámica al finalizar 2013 fue la de microcrédito, con un crecimiento real anual de 12,7%, seguida de los préstamos comerciales, que mostraron una expansión de 8,2%. Es importante resaltar que, se evidencia una desaceleración en la expansión de todas las modalidades de crédito en comparación con lo observado en 2012. Esta tendencia es particularmente marcada en los microcréditos y préstamos de vivienda, que pasaron de 31,3% y 19,1% a 12,7% y 7,1%, en su orden.

Gráfico R4.3
Variación real anual de la cartera del sector solidario



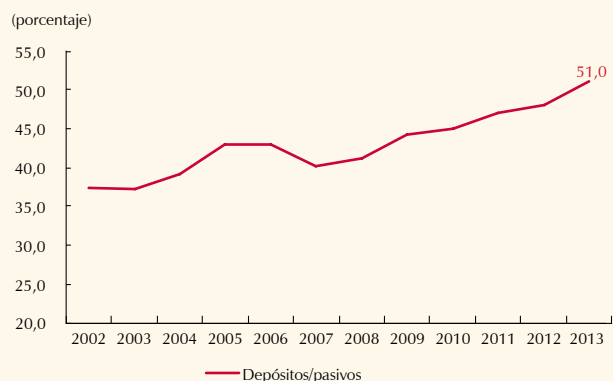
Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

b. Composición y crecimiento del pasivo

Al finalizar el año 2013 las entidades vigiladas por la SES registraron un saldo en pasivos de \$14,9 b, equivalente al 4,1% del total de pasivos de los establecimientos de crédito. En esta fecha el pasivo creció a una tasa real anual de 4,2%, donde la mayor proporción corresponde a depósitos de asociados (51,0%). En comparación con el año 2002, los depósitos de asociados se incrementaron en cerca de 13,7 puntos porcentuales (pp) (Gráfico R4.4).

Con base en la información disponible es posible conocer de manera más detallada la composición del pasivo para las cooperativas de ahorro y crédito (CAC)⁷, el cual participa con

Gráfico R4.4
Relación depósitos y pasivo total



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

7 Para este Recuadro, la categoría de CAC incluye las entidades especializadas de ahorro y crédito y algunas instituciones especializadas sin sección de ahorro, cooperativas multiactivas e integrales. Esto debido a la forma en que están publicados los balances de las mismas.

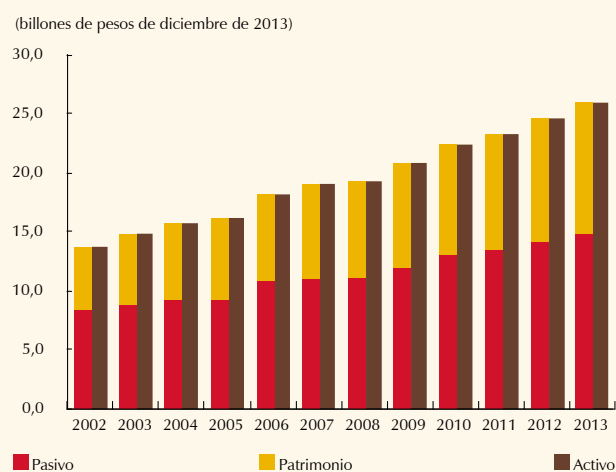
el 36,5% del total del sector. En estas entidades los depósitos representan el 83% del pasivo, seguidos de los créditos de bancos (9,4%) y cuentas por pagar (3%). Dentro de los depósitos, el principal rubro corresponde a los certificados de depósito a término (CDAT) (56,5%), seguido de los depósitos de ahorro (33,1%). Es importante resaltar que el 87% de los CDAT tienen vencimiento inferior a un año, mientras que para los establecimientos de crédito esta proporción es de 49,1%.

c. Estructura del balance

En el Gráfico R4.5 se presenta la composición del balance de las entidades del sector solidario. A diciembre de 2013 la participación del patrimonio dentro del activo fue de 42,8%, cifra significativamente superior a la registrada para los establecimientos de crédito (14,7%). Esta diferencia es consistente con el hecho de que, en el primer caso, los usuarios de los productos financieros son también asociados de las entidades, ya que deben hacer aportes sociales⁸.

En cuanto al patrimonio, se evidencia que el 59,0% corresponde a capital social. En el caso de las CAC, esta proporción asciende a 63,3%. Es importante tener en cuenta que los aportes de los asociados pueden devolverse parcial o

Gráfico R4.5
Composición del balance de las entidades del sector solidario



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

8 Es importante mencionar que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público contempla la introducción de un proyecto de decreto que busca actualizar normas prudenciales relacionadas con el patrimonio y los requisitos de solvencia de las CAC y las cooperativas multiactivas e integrales con sección de ahorro y crédito. Con respecto al patrimonio, se resalta que la iniciativa busca modificar sus niveles adecuados, así como la medición del patrimonio técnico, básico y adicional.

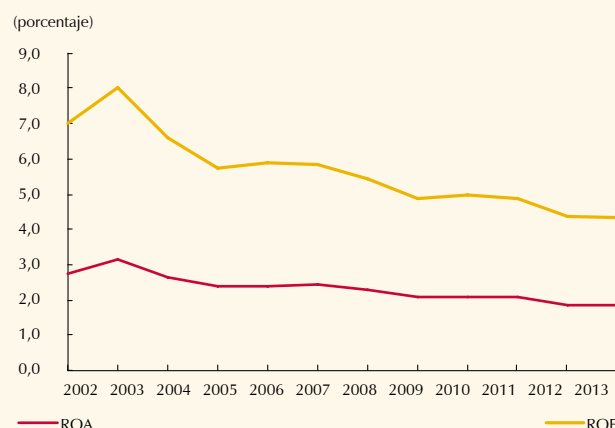
totalmente únicamente en cuatro situaciones específicas⁹, y no se pueden cruzar con operaciones activas de crédito mientras el asociado permanezca vinculado con la cooperativa¹⁰. Además, con el fin de proteger el patrimonio, estas entidades deben destinar una proporción de dichos aportes para constituir un aporte social irreducible, el cual en ningún momento puede disminuirse durante la existencia de la organización. En caso de que se presente un retiro masivo de asociados, las organizaciones podrán devolver los aportes solamente sin afectar el monto mínimo irreducible.

2. Rentabilidad

El sector solidario obtuvo utilidades por \$0,5 b en diciembre de 2013, lo que representó un crecimiento real anual de 4,7%. Cabe resaltar que si bien el nivel de utilidades es significativamente menor al de los establecimientos de crédito (\$7,5 b), la tasa de crecimiento real anual es superior (4,7% frente a 0,1% en la misma fecha).

En el Gráfico R4.6 se presentan los indicadores de rentabilidad del activo (ROA)¹¹ y del patrimonio (ROE)¹² entre 2002

Gráfico R4.6
ROA y ROE



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

9 De acuerdo con la Circular Básica Contable y Financiera 004 de 2008 estos casos son: 1) cuando se retire el asociado; 2) cuando se sobrepase del 10% como persona natural o del 49% como persona jurídica del total de los aportes de la organización solidaria; 3) cuando la entidad amortice o readquiera aportes y 4) cuando se liquide la organización.

10 Circular Externa 001 de 2009 de la SES.

11 Corresponde a las utilidades anualizadas del ejercicio como proporción del activo.

12 Se define como la razón entre las utilidades anualizadas y el patrimonio total del sector.

y 2013. Como se observa, ambos indicadores exhiben una tendencia decreciente desde 2003, particularmente el ROE. Aunque las utilidades han aumentado en el período analizado, el ritmo de expansión del activo y del patrimonio han sido mayores en promedio, lo que explica el descenso mencionado.

A continuación se presenta un análisis del riesgo de crédito y de liquidez de las CAC, para las cuales se tiene la información completa de los estados financieros, a diferencia de las demás instituciones que hacen parte del sector, que presentan algunas restricciones de información.

Cabe mencionar que para este documento las CAC corresponden a las entidades especializadas de ahorro y crédito, y algunas especializadas sin sección de ahorro, cooperativas multiactivas e integrales, debido a la forma en que se encuentran la información de sus balances con periodicidad mensual.

3. Riesgo de crédito

Al calcular el indicador de calidad de cartera¹³ (IC) para las diferentes modalidades de crédito, se observa que las carteras comercial y de consumo presentan los mayores niveles del indicador (3,9% en ambos casos), mientras que la modalidad de vivienda exhibe los niveles más bajos (2%). Por su parte, la cartera de microcrédito presenta un IC de 3,7%. Adicionalmente, se aprecia una leve tendencia creciente en todas las modalidades, a excepción de la de vivienda, a par-

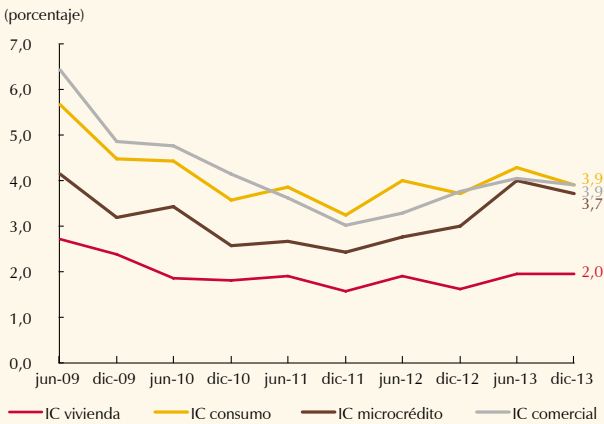
13 De acuerdo con la Circular Básica Contable y Financiera 004 de 2008 de la SES, el indicador de calidad se mide como la relación entre la cartera vencida y el total de la cartera (incluida la provisión individual y general), donde la primera está definida por edad de vencimiento (para las carteras de consumo, comercial y microcrédito corresponde a los préstamos con más de 31 días en mora, mientras que para la modalidad de vivienda se toman aquellos créditos con más de 61 días de vencimiento).

Cuadro R4.3
Provisión individual por tipo de crédito y días de vencimiento

Calificación	Comercial		Consumo		Vivienda		Microcrédito	
	Días	Provisión	Días	Provisión	Días	Provisión	Días	Provisión
A	0-30	0%	0-30	0%	0-60	0%	0-30	0%
B	31-90	1%-19%	31-60	1%-9%	61-150	1%-9%	31-60	1%-19%
C	91-180	20%-49%	61-90	10%-19%	151-360	10%-19%	61-90	20%-49%
D	181-360	50%-99%	91-180	20%-49%	361-540	20%-29%	91-120	50%-99%
E	>360	100%	181-360	50%-99%	541-720	30%-59%	>120	100%
					721-1080	60%-99%		
					>1080	100%		

Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria.

Gráfico R4.7
Indicador de calidad de la cartera por modalidad de crédito



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

tir de diciembre de 2011, aunque en los últimos seis meses esta tendencia se ha revertido (Gráfico R4.7).

Vale la pena resaltar que el IC de los créditos otorgados bajo la modalidad de libranza, la cual representa alrededor del 39,8% de la cartera total, es inferior al IC de aquellos préstamos que no se originan bajo esta forma de pago, en todas las modalidades. Por otro lado, se encuentra que la totalidad de la cartera se otorgó con garantías, lo cual mitiga el riesgo de crédito.

En términos de provisiones, la SES establece que las entidades deben mantener una provisión general como mínimo del 1% sobre el total de la cartera bruta y como máximo del 5%. Además, estas instituciones deben provisionar de manera individual sus créditos calificados en las categorías de riesgo (B, C, D y E)¹⁴ (Cuadro 3).

14 Circular Básica Contable y Financiera 004 de 2008 de la SES.

4. Gestión y administración del riesgo de liquidez

En relación con la gestión del riesgo de liquidez al que se encuentran expuestas las entidades del sector solidario, la Circular Básica Contable y Financiera 004 de 2008 de la SES imparte instrucciones para evaluar y medir este tipo de riesgo, así como mecanismos de control para las CAC, las cooperativas multiactivas e integrales con sección de ahorro y crédito, los fondos de empleados y las asociaciones mutuales. De acuerdo con esta circular, dichas entidades deben efectuar una gestión integral de la estructura de sus activos, pasivos y posiciones fuera de balance, estimando y controlando el grado de exposición al riesgo de liquidez con el objeto de protegerse de eventuales cambios que ocasionen pérdidas en los estados financieros.

En este sentido, la SES exige diligenciar un formato donde se debe estimar la brecha de liquidez para cada banda de tiempo. Esta se calcula como la suma de los activos más las posiciones deudoras fuera de balance (posición activa), menos la suma de los pasivos y las posiciones acreedoras fuera de balance (posición pasiva)¹⁵. Asimismo, las entidades deben reportar la brecha de liquidez acumulada para cada período, que corresponde a la suma de la brecha de liquidez del respectivo período y la brecha acumulada obtenida en la banda de tiempo inmediatamente anterior.

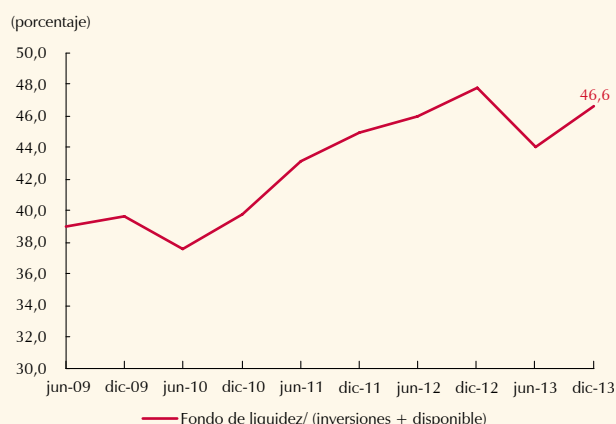
Por otro lado, para mitigar el riesgo de liquidez, la regulación actual establece que las entidades¹⁶ deben constituir y mantener un fondo de liquidez que les permita atender sus obligaciones derivadas de los depósitos y exigibilidades ante eventuales contingencias, el cual debe ser al menos equivalente al 10% de los depósitos. Dicho fondo puede ser administrado por establecimientos de crédito y organismos cooperativos de grado superior¹⁷ vigilados por la SFC, mediante cuentas de ahorro, CDT, CDAT o bonos ordinarios, emitidos por la entidad. No obstante, actualmente los recursos están depositados en dos instituciones, con lo cual podría configurarse un alto riesgo de concentración.

Con base en la información disponible, solo es posible analizar la cuantía y composición de los recursos invertidos en el fondo de liquidez por las CAC. A diciembre de 2013 el monto invertido en este fondo ascendió a \$468,8 miles de

millones (mm), de los cuales el 86,2% correspondió a inversiones¹⁸, y el 13,8% restante a disponible. Este monto equivale al 10,6% del total de depósitos y exigibilidades, lo cual es acorde por lo exigido por la regulación. El crecimiento real anual del saldo del fondo ha sido de 5,5% en promedio, entre 2002 y 2013.

En el Gráfico R4.8 se presentan los recursos invertidos en el fondo de liquidez como proporción de las inversiones y el disponible. Como se puede observar, esta proporción alcanzó el 46,6% en diciembre de 2013.

Gráfico R4.8
Recursos invertidos en el fondo de liquidez por parte de las cooperativas de ahorro y crédito



Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria; cálculos del Banco de la República.

Por último, cabe mencionar que existe un Fondo de Garantías de las Entidades Cooperativas (Fogacoop), el cual tiene como objeto proteger la confianza de los depositantes y ahorradores de las entidades cooperativas inscritas¹⁹, garantizándoles sus acreencias (Decreto 2206 de 1998). De esta manera, los depositantes cuentan con un seguro, que en caso de que la entidad se vea enfrentada a problemas de liquidez o que entre en liquidación, no pierdan la totalidad de sus ahorros. El valor asegurado a nombre de un ahorrador es de máximo \$8,0 m. No obstante, a dicho valor se le aplica un deducible del 25%, por lo que la suma por pagar por persona corresponde al 75% de la sumatoria de los valores que le corresponden por todas las acreencias amparadas de las cuales es titular y, en ningún caso, este valor podrá exceder el 75% del valor máximo asegurado (Ley 454 de 1998 y Decreto 2206 de 1998).

15 La posición fuera de balance incluye los valores que son contabilizados en cuentas de orden contingentes pero que generan derechos y obligaciones para ejercer o cumplir en fechas determinadas, por ejemplo, los créditos aprobados, no desembolsados y los intereses a recibir o a pagar soportados en contratos.

16 Las cooperativas de ahorro y crédito, las cooperativas multiactivas con sección de ahorro y crédito, los fondos de empleados y las asociaciones mutualistas.

17 A la fecha no existe ningún organismo cooperativo de orden superior en Colombia.

18 Estas inversiones se encuentran en: i) títulos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por instituciones vigiladas por la SFC; ii) certificado de depósito de ahorro a término; iii) fondos fiduciarios, y iv) fondos de valores.

19 Cooperativas financieras, CAC, cooperativas multiactivas e integrales con sección de ahorro y crédito.

4. Conclusiones

En síntesis, el sector solidario evidencia un buen comportamiento de los indicadores analizados. Por un lado, se encuentra que si bien el activo de las entidades que pertenecen a dicho sector se compone principalmente de cartera, esta exhibe tasas de expansión moderadas y una tendencia a la baja en el último año. Adicionalmente, se resalta que es un sector capitalizado y poco apalancado. Por otro lado, en términos de rentabilidad, se observa una ligera tendencia a la baja, aunque las utilidades registran crecimientos positivos.

Cabe señalar que si bien este sector es pequeño en términos de las cuentas del balance en comparación con los

establecimientos de crédito, concentra alrededor de 5,8 m de asociados.

En términos del riesgo crediticio de las CAC se encuentra que el IC presenta niveles moderados para todas las modalidades, y ningún tipo de préstamo se otorga sin garantías. Por su parte, en cuanto a la gestión del riesgo liquidez, las entidades mantienen cerca del 10,6% de sus depósitos en el fondo de liquidez de acuerdo con la regulación de la SES. No obstante, se evidencia un riesgo de concentración, ya que los recursos de dicho fondo se encuentran depositados en dos instituciones del sistema financiero.

IV. RIESGOS DEL SISTEMA FINANCIERO

Entre junio de 2013 y un año después el Indicador de Calidad disminuyó y el Indicador de Mora aumentó. Por su lado, las carteras vencida y riesgosa presentaron una desaceleración. La dinámica exhibida por la cartera vencida y las provisiones llevó a una caída del indicador de cubrimiento. En términos de riesgo de mercado, el saldo de títulos expuestos aumentó para el sistema financiero entre febrero y agosto del año en curso. Por otro lado, el VaR del sistema financiero en agosto registró una disminución en su promedio de seis meses con respecto a lo observado en febrero de 2014. Con respecto al riesgo de liquidez, se observa una tendencia decreciente del IRLR a 30 días, especialmente para los bancos; no obstante, todos los intermediarios presentan niveles de liquidez mayores a los exigidos por la regulación.

El análisis conjunto de riesgos muestra que la probabilidad de experimentar una situación excepcional de riesgo, así como el nivel de estrés sistémico del sistema financiero son bajos; sin embargo, se observa una mayor materialización de los riesgos como resultado de un deterioro de algunos indicadores de liquidez.

En este capítulo se analizan los principales riesgos que enfrenta el sistema financiero colombiano. A continuación se presenta un resumen de las vulnerabilidades del sistema, teniendo en cuenta los resultados del mapa de estabilidad financiera (MEF). Posteriormente, en las secciones subsecuentes se estudia en detalle cada uno de los riesgos, considerando los resultados de los ejercicios de sensibilidad y, finalmente, se presenta una sección de análisis conjunto de los riesgos.

El MEF tiene como objetivo medir la estabilidad financiera a partir de seis dimensiones: condiciones en el entorno macroeconómico interno, condiciones en el sector externo, la rentabilidad y solvencia de los establecimientos de crédito (EC), además de los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez que enfrentan. Para cada una de las categorías se eligieron variables representativas con el fin de evaluar los niveles de riesgo que afrontan cada una de ellas⁹⁸. La metodología busca proveer un indicador de la situación actual del sistema financiero y ordena

⁹⁸ El MEF fue construido siguiendo las metodologías sugeridas en el *Global Financial Stability Report*, del Fondo Monetario Internacional (octubre de 2008), y en P. Bedford; C. Bloor (2009). “*A Cobweb Model of Financial Stability in New Zealand*”, Discussion Paper Series, núm. DP2009/11, Reserve Bank of New Zealand. Para mayor detalle véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2010, pp. 124-129.

la situación de riesgo en una escala de uno a nueve, donde uno es el nivel de más bajo riesgo⁹⁹.

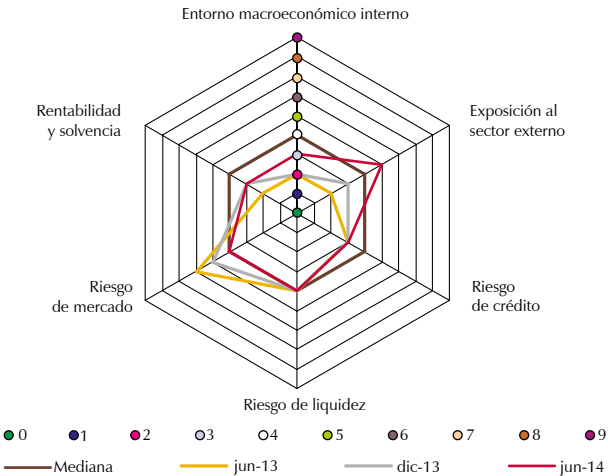
Los indicadores considerados para cada una de las dimensiones se presentan en el Cuadro 13.

Cuadro 13
Dimensiones y variables del MEF

Entorno macroeconómico interno	Exposición del sector externo	Riesgo de crédito	Riesgo de liquidez	Riesgo de mercado	Rentabilidad y solvencia
Crecimiento del PIB	EMBI+ Colombia	Indicador de mora	Razón de pasivos no cubiertos (RPNC) ^{a/}	Porcentaje de títulos negociables	Solvencia
Inflación	Exportaciones sobre importaciones	Crecimiento de la cartera vencida	Pasivos líquidos sobre activos líquidos	Valor en riesgo (VaR)	ROE
Desempleo	Cuenta corriente/PIB		Depósitos sobre cartera bruta	Duración	Margen de intermediación expost
Déficit de caja del gobierno nacional central (GNC)	Inversión extranjera directa/PIB		Fondos interbancarios sobre activos líquidos		Apalancamiento

a/ Esta razón busca medir el faltante de recursos líquidos que las entidades financieras podrían enfrentar como consecuencia de su actividad de transformación de plazos. Para su cálculo se tienen en cuenta los pasivos líquidos, las inversiones negociables y disponibles para la venta y los activos líquidos y totales. Para mayor información véase la edición de marzo de 2010 del Reporte de Estabilidad Financiera, en la sección de riesgo de liquidez.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 55
Mapa de estabilidad financiera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Los resultados comparativos del MEF se presentan en el Gráfico 55. La línea color café representa la mediana y se considera como un nivel de riesgo medio. Cabe anotar que la lectura del gráfico debe ser cautelosa, ya que la descripción de los riesgos no implica el análisis de una medida de riesgo sistémico, ni tiene en cuenta las interrelaciones entre los distintos riesgos.

A junio de 2014 el sector externo registró un deterioro importante, alcanzando un nivel de riesgo por encima de la mediana. Esto se explica por una caída de la razón de exportaciones a importaciones y un mayor déficit en la cuenta corriente, la cual obedece a un crecimiento negativo de las exportaciones y una mayor expansión de las importaciones. Lo primero ocurrió como consecuencia de menores volúmenes en algunos sectores,

99 El modelo fue construido con una periodicidad trimestral para las dimensiones relacionadas con el entorno macroeconómico, y mensual para las correspondientes al sistema financiero. Es importante mencionar que la diferencia en la periodicidad de cada una de las dimensiones no conlleva a dificultades, debido a que cada una fue construida independientemente de las demás. Adicionalmente, se consideraron los indicadores con series de tiempo más extensas.

como el de los derivados del petróleo; y lo segundo, por la mayor demanda interna y compra de combustible¹⁰⁰.

Por otro lado, la exposición del sistema financiero al entorno macroeconómico interno aumentó con respecto a diciembre de 2013, pero esta se ubica por debajo del nivel de riesgo medio. Para esta dimensión se destaca un incremento en el nivel de la inflación y en el déficit de caja del GNC, así como un aumento de la tasa de desempleo con respecto a diciembre del año pasado¹⁰¹.

Adicionalmente, se resalta que la exposición de los EC al riesgo de mercado¹⁰² disminuyó, situándose en el límite de la mediana. Este resultado está explicado por una reducción tanto en la proporción del saldo expuesto a riesgo de mercado como en el valor en riesgo (VaR)¹⁰³, a pesar de que se observó un aumento en la duración.

Con respecto a las dimensiones de riesgo de crédito y de liquidez, el MEF no muestra cambios importantes con respecto a diciembre de 2013 y ambos riesgos permanecen por debajo o sobre la mediana, lo cual indica que la vulnerabilidad del sistema financiero a estos riesgos no ha aumentado en el primer semestre de 2014. Sin embargo, se debe mencionar que en el caso del riesgo de crédito se aprecia un aumento en el ritmo de crecimiento de la cartera vencida y del indicador de mora (IM)¹⁰⁴. En cuanto al riesgo de liquidez, se registró una reducción en los activos líquidos, como consecuencia de una disminución en el saldo de inversiones en títulos de deuda pública; no obstante, se presentó una mejoría en la RPNC. Finalmente, la rentabilidad y la solvencia de los EC no mostraron cambios significativos durante el semestre más reciente y continuaron registrando niveles de vulnerabilidad por debajo de la mediana.

En síntesis, durante el primer semestre de 2014 se evidenció un deterioro de las condiciones en el sector externo y del entorno macroeconómico interno, mientras que la vulnerabilidad del sistema al riesgo de mercado disminuyó. Por su parte, las dimensiones de riesgo de crédito y de liquidez, así como la de rentabilidad y solvencia se mantuvieron en el mismo nivel de diciembre de 2013. En general, aunque solo uno de los componentes del MEF registra un nivel de riesgo superior

100 Esto último obedece al cierre programado de la planta de refinación de Cartagena (Reficar) desde principios de marzo.

101 Esta tasa de desempleo corresponde a la reportada para las siete áreas metropolitanas. Vale la pena anotar que este incremento en el desempleo obedece, en parte, a un efecto estacional, dado que en diciembre generalmente se registran las menores tasas.

102 A partir de esta edición del *Reporte* la información de riesgo de mercado corresponde a todos los establecimientos de crédito y no solo a los bancos.

103 El valor en riesgo (*value at risk*: VaR) es una medida que permite estimar la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversiones en cierto horizonte de pronóstico y a determinado nivel de confianza. En este *Reporte* esta medida se calcula para las inversiones en títulos de deuda pública colombiana (TES).

104 El indicador de mora está definido como la razón entre la cartera con incumplimiento igual o superior a treinta días y la cartera bruta total.

al de la mediana (sector externo), resulta necesario continuar monitoreando los indicadores analizados con el fin de identificar cambios de tendencia en el mapa que puedan dar indicios de deterioro en la estabilidad del sistema.

A continuación se presenta un análisis por separado y más detallado de la evolución del riesgo de mercado para todo el sistema financiero (EC e IFNB), y de crédito y liquidez para los EC, con el estudio de un conjunto de indicadores y con ejercicios de sensibilidad, en cada caso, con el fin de determinar qué tan frágil se encuentra el sistema ante choques macroeconómicos y financieros adversos.

En general, en el caso del riesgo de mercado, se encuentra que entre febrero y agosto de 2014 la exposición de las entidades del sistema financiero aumentó, debido al incremento de los saldos de deuda pública expuesta y a un aumento en su sensibilidad ante variaciones en las tasas; sin embargo, dada la menor volatilidad del mercado, su portafolio registró una medida de máxima pérdida inferior¹⁰⁵. Para el riesgo de crédito, durante el último año se observa un aumento del IM y una disminución del indicador de cubrimiento de cartera vencida¹⁰⁶, pero una mejoría en el indicador de calidad (IC)¹⁰⁷ y una desaceleración de la cartera vencida. Por último, el análisis del riesgo de liquidez muestra que los EC presentaron un menor nivel de liquidez al de hace seis meses, explicado, principalmente, por la caída en el indicador de riesgo de liquidez (IRL_R) a 30 días de los bancos; no obstante, este indicador continúa ubicándose en niveles superiores a los exigidos por la regulación.

A. RIESGO DE MERCADO¹⁰⁸

En esta sección se analiza la exposición que tienen las entidades del sistema financiero ante variaciones en los precios de los TES en su portafolio de inversiones, debido a que dichas variaciones pueden afectar de manera significativa su balance y, por ende, afectar la estabilidad del sistema.

Para lo anterior, se divide el análisis en tres secciones: saldo expuesto a riesgo de mercado, sensibilidad del portafolio ante aumentos en las tasas de los TES

105 Para el caso particular de los establecimientos de crédito, se observa que su vulnerabilidad ante las variaciones de los precios de los TES disminuyó frente a la registrada un semestre atrás, debido a la disminución en el saldo expuesto y una menor medida de valor en riesgo. Este resultado es afín con el observado en el MEF.

106 El indicador de cubrimiento de cartera vencida se define como la razón entre las provisiones y la cartera vencida total.

107 El indicador de calidad se define como la razón entre el saldo de la cartera con calificación distinta de A y el saldo de la cartera bruta total.

108 Para profundizar en los análisis y resultados que se presentan en esta sección, se sugiere consultar el informe especial correspondiente, publicado en la página electrónica del Banco de la República (www.banrep.gov.co).

y una medida de valor en riesgo para determinar la máxima pérdida posible del portafolio.

Es importante resaltar que, en el caso de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías, las medidas presentadas no son las más adecuadas para analizar la vulnerabilidad a la que están expuestos los portafolios, ya que la caída en su valor no constituye el riesgo principal para el cotizante. En efecto, este riesgo está asociado con lograr una mayor tasa de reemplazo, definida como la relación entre el valor de la pensión y el salario percibido en la etapa laboral cercana al momento de pensionarse. Por ejemplo, el acceso de un futuro pensionado a un esquema de renta vitalicia depende de que, en el momento en que se retire, su ahorro (que equivale al valor de su portafolio) haya sido suficiente para cubrir el costo de adquirir dicho beneficio. Dado que el valor de la renta vitalicia depende de factores similares a los que determinan el valor de un portafolio compuesto por instrumentos de largo plazo, la mayor duración que presentan las inversiones de la posición de terceros de los fondos de pensiones y cesantías proporcionan una cobertura natural a los cotizantes, permitiendo que el valor del ahorro y el costo de la pensión se muevan en el mismo sentido. Por tanto, los movimientos de corto plazo en el valor del portafolio no reflejan cambios en la exposición al riesgo de los cotizantes.

1. Exposición del sistema financiero a los títulos de deuda pública

En esta sección se analiza la exposición al riesgo de mercado del portafolio de títulos de deuda pública TES de las diferentes entidades del sistema financiero. Para esto se cuantificó el saldo de las inversiones en estos activos de acuerdo con los datos disponibles en el Depósito Central de Valores (DCV) del Banco de la República.

Las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y las sociedades fiduciarias (SFD) son las entidades que poseen la mayor cantidad de títulos de deuda pública dentro del sistema financiero, mientras que los bancos comerciales son las entidades que concentran la mayor cantidad de estos títulos en posición propia.

Por el lado de los establecimientos de crédito, todos registraron una disminución en el saldo de TES expuesto a riesgo de mercado¹⁰⁹ entre febrero y agosto del año en curso. Al 22 de agosto de este año, el portafolio expuesto de estas entidades se ubicó en \$26,51 b, cuando seis meses atrás era de \$33,32 b. Esta contracción estuvo acompañada de una reducción de la proporción de títulos negociables dentro del portafolio de TES de 74,69% a 70,17% (Cuadro 14). Asimismo, cabe resaltar que la mayor caída se presentó en el saldo de las cooperativas financieras: al 21 de febrero de 2014, el saldo de TES expuesto

109 Corresponde al saldo nominal en pesos de las tenencias de TES de las diferentes entidades.

Cuadro 14

Saldo de TES expuesto a riesgo de mercado de las entidades financieras (TES en pesos y UVR)

	21-Feb-14		22-Ago-14		Variación (porcentaje)
	Saldo expuesto ^{a/}	Porcentaje ^{b/}	Saldo expuesto ^{a/}	Porcentaje ^{b/}	
Establecimientos de crédito	33,32	74,69	26,51	70,17	(20,45)
Bancos comerciales	30,57	73,10	24,54	68,61	(19,74)
Corporaciones financieras	2,74	99,23	1,96	99,24	(28,37)
Compañías de financiamiento	0,01	42,23	0,01	31,45	(11,47)
Cooperativas financieras ^{c/}	0,00	28,35	0,00	-	(100,00)
Instituciones financieras no bancarias	101,33	95,68	119,55	96,02	17,98
Fondos de pensiones posición propia	0,17	86,88	0,18	82,73	6,11
Fondos de pensiones posición terceros	53,73	100,00	57,85	100,00	7,66
Sociedades fiduciarias posición propia	1,55	93,22	1,76	93,80	13,54
Sociedades fiduciarias posición terceros	38,33	100,00	51,56	100,00	34,52
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	0,24	99,97	0,26	99,98	6,98
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	2,20	100,00	2,41	100,00	9,66
Compañías de seguros y capitalización	5,11	53,56	5,53	53,53	8,19
Sistema financiero	133,32	88,64	146,54	90,39	9,91
Otros	26,44	100,00	27,44	100,00	3,79
Total de TES en pesos y UVR	159,76	90,34	173,98	91,78	8,90

a/ Cifras en billones de pesos

b/ Porcentaje del portafolio total de TES.

c/ El saldo de TES expuesto a riesgo de mercado para estas entidades fue de \$563,1 m el 21 de febrero de 2014, mientras que al 22 de agosto no registra saldo.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

a riesgo de mercado era de \$563,1 m, mientras que seis meses después no registró saldo alguno.

En cuanto a las instituciones financieras no bancarias (IFNB), se observó un incremento generalizado en las tenencias de TES, pasando de \$101,33 b en febrero del año en curso a \$119,55 b seis meses después (representando una variación de 17,98% en el saldo expuesto). Es importante resaltar que del total de los títulos de deuda pública en posición propia y de terceros, las AFP y las SFD administran conjuntamente el 93,14% de los mismos (48,54% y 44,60%, respectivamente), mientras que las sociedades comisionistas de bolsa (SCB) y las compañías de seguros y capitalización (CS), el restante (2,23% y 4,62%, en su orden).

Para medir la sensibilidad del valor del portafolio de deuda pública ante cambios en la tasa de interés, se calculó la duración para cada una de las entidades

del sistema financiero¹¹⁰. Entre febrero y agosto del año en curso se presentó un aumento en la duración de la oferta total de la deuda del Gobierno y del sistema financiero; no obstante, la duración del portafolio de las AFP en posición propia presentó la mayor disminución¹¹¹, pasando de 3,61 a 2,51 años en el período de análisis, seguido de las SCB, que pasaron de 2,85 a 2,70 años (Cuadro 15).

Cuadro 15

Duración del portafolio de TES de las entidades financieras^{a/} (TES en pesos y UVR)

	21-Feb-14	22-Ago-14	Diferencia
Establecimientos de crédito			
Bancos comerciales	2,54	2,70	0,16
Corporaciones financieras	3,81	3,87	0,06
Compañías de financiamiento	1,44	2,59	1,15
Cooperativas financieras	2,31	0,00	(2,31)
Instituciones financieras no bancarias			
Fondos de pensiones posición propia	3,61	2,51	(1,11)
Fondos de pensiones posición terceros	5,15	5,53	0,38
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	2,37	2,59	0,21
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	2,85	2,70	(0,15)
Sociedades fiduciarias posición propia	4,06	4,14	0,08
Sociedades fiduciarias posición terceros	3,92	4,53	0,61
Compañías de seguros	5,67	5,99	0,31
Sistema financiero	4,07	4,53	0,46
Otros	3,36	3,53	0,17
Oferta	3,96	4,39	0,42

a/ Cifras en años.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

En resumen, los establecimientos de crédito presentaron una disminución generalizada en el saldo de TES expuesto a riesgo de mercado. Por su parte, las IFNB aumentaron sus tenencias de títulos del Gobierno, siendo más relevantes para las AFP y las SFD. Finalmente, en cuanto a la duración del portafolio, se observó un incremento para el sistema financiero, a excepción de las cooperativas financieras, las AFP en posición propia y las SCB en posición de terceros.

110 La duración es una medida de la sensibilidad en el precio de un bono ante variaciones en la tasa de interés. Asimismo, esta medida representa la madurez efectiva de un bono, es decir, el tiempo en años en los que el tenedor de un bono recupera la inversión.

111 Para el análisis realizado se excluye a las cooperativas, siendo estas las que presentaron la mayor disminución en la duración de su portafolio. Lo anterior, debido a que para la fecha de análisis no presentan saldo de TES expuesto a riesgo de mercado.

2. Sensibilidad a incrementos en la tasa de TES

En esta sección se realiza un ejercicio de sensibilidad con el fin de analizar la exposición al riesgo de mercado de las diferentes entidades del sistema financiero. Este consiste en calcular las pérdidas en el valor del portafolio ante un aumento de 400 pb en todos los plazos de la curva cero-cupón de TES en pesos y unidades de valor real (UVR)¹¹², el cual es el choque sugerido por el *Financial Stability Board* para este tipo de ejercicios.

Los resultados en el presente documento muestran una exposición menor de los establecimientos de crédito con respecto a lo registrado seis meses atrás, mientras que las IFNB la incrementaron. Por un lado, con datos al 22 de agosto de 2014, los establecimientos de crédito habrían perdido \$2,88 b tras el incremento de 400 pb en las tasas de la curva cero cupón, cifra inferior a los \$3,40 b que habrían tenido que asumir el 21 de febrero del mismo año. Este menor valor es coherente con la disminución de las tenencias de títulos expuestos al riesgo de mercado de todos los establecimientos de crédito. Entretanto, las pérdidas hipotéticas de las IFNB ante el escenario de estrés mencionado pasaron de \$17,40 b el 21 de febrero a \$22,22 b seis meses después, debido al aumento en las pérdidas tanto en posición propia como de terceros, salvo la posición propia de las AFP (Cuadro 16).

Por tipo de entidad, la posición de terceros de las AFP y las SFD representan los rubros con mayores pérdidas potenciales en el escenario analizado (\$11,88 b y \$8,7 b, respectivamente). Esto ocurre porque cerca del 75% de los títulos expuestos a riesgo de mercado de todo el sistema financiero están concentrados en estos rubros. Adicionalmente, se resalta el incremento en las pérdidas de la posición de terceros de las SFD (pasando de \$5,64 b en febrero a \$8,70 b en agosto), tras un período en el que aumentaron sus títulos expuestos y la duración en su portafolio.

Con el objetivo de dar un orden de magnitud a las pérdidas potenciales, estas se presentan como porcentaje del patrimonio para los establecimientos de crédito y las IFNB¹¹³, dentro de las cuales la posición propia de las SFD son las más expuestas al choque en las tasas de los títulos, puesto que las pérdidas ascenderían a 15,73% de su patrimonio. En cuanto a los establecimientos de crédito, las corporaciones financieras (CF) son las entidades cuyas pérdidas representan una mayor proporción de su patrimonio (5,20%), a pesar de su disminución con respecto a lo presentado el 21 de febrero (7,11%). Cabe resaltar que la disminución en títulos expuestos permitió a todas las entidades de crédito bajar las pérdidas en relación al patrimonio frente a lo exhibido en febrero, salvo para las CF, a causa del aumento en la duración de su portafolio. Con lo anterior, las pérdidas de los

112 Para los TES UVR se supone un aumento en el margen real sobre la tasa de referencia UVR. Si se tratara de un aumento en las expectativas de inflación, las pérdidas ocurrirían únicamente en los TES tasa fija, pues el retorno real del título en UVR no cambiaría.

113 El valor del patrimonio empleado en este ejercicio corresponde al reportado a la SFC con corte a febrero y junio de 2014. Por su parte, el patrimonio de la posición de terceros corresponde al monto administrado por las entidades.

Cuadro 16
Pérdidas por valoración ante un incremento de 400 pb como porcentaje del patrimonio

	21-Feb-14			22-Ago-14		
	Pérdidas (billones de pesos)	Patrimonio (billones de pesos)	Porcentaje del patrimonio	Pérdidas (billones de pesos)	Patrimonio ^{a/} (billones de pesos)	Porcentaje del patrimonio
Establecimientos de crédito	3,40	63,35	5,36	2,88	65,92	4,37
Bancos comerciales	3,02	54,70	5,52	2,59	56,98	4,55
Corporaciones financieras	0,38	5,28	7,11	0,29	5,48	5,20
Compañías de financiamiento	0,00	2,86	0,03	0,00	2,96	0,04
Cooperativas financieras	0,00	0,50	0,01	0,00	0,50	0,00
Instituciones financieras no bancarias	17,40	401,75	4,33	22,22	428,56	5,18
Fondos de pensiones posición propia	0,03	2,61	0,97	0,02	2,68	0,65
Fondos de pensiones posición terceros	10,29	153,75	6,70	11,88	164,42	7,23
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	0,02	0,84	2,46	0,03	0,83	3,09
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	0,25	10,85	2,26	0,26	11,49	2,24
Sociedades fiduciarias posición propia	0,24	1,77	13,50	0,28	1,76	15,73
Sociedades fiduciarias posición terceros	5,64	222,35	2,53	8,70	237,30	3,67
Compañías de seguros	0,94	9,58	9,85	1,06	10,07	10,52
Sistema financiero	20,80	465,10	4,47	25,10	494,48	5,08

a/ Patrimonio a junio de 2014.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

establecimientos de crédito representarían 4,37% de su patrimonio, cifra inferior en 99 pb a la de seis meses atrás.

Al analizar las IFNB de forma conjunta, se encuentra que tienen una exposición mayor a la desvalorización simultánea de los títulos de deuda pública frente a la de los establecimientos de crédito, en la medida en que las pérdidas potenciales representarían un 5,18% de su patrimonio total. Los tipos de entidades que incurrirían en mayores pérdidas son las SFD en posición propia (15,73%) y las CS (10,52%).

Hasta este punto solo se han considerado las pérdidas potenciales por la desvalorización en el portafolio de las entidades analizadas a raíz del choque; sin embargo, es posible estimar un flujo de ingresos producto de los cupones y vencimientos de los títulos que podrían contrarrestar o mitigar las pérdidas mencionadas en un horizonte de tiempo determinado. Para lo anterior, se realizó el cálculo de los flujos de ingresos de cada tipo de entidad, asumiendo que su portafolio del 22 de agosto se mantiene durante seis meses, de modo que si se materializa el alza de tasas estudiada, el flujo de ingresos podría compensar las pérdidas, o una proporción de estas, en un horizonte de seis meses.

Para los establecimientos de crédito se observa que el monto de ingresos (\$6,01 b) resulta superior a las pérdidas potenciales tras el choque (\$2,88 b)¹¹⁴. De forma similar, si el choque se hubiera materializado seis meses atrás, las pérdidas hubieran sido compensadas en su totalidad por los flujos de ingresos esperados (\$9,38 b). En cuanto a las IFNB, los ingresos estimados (\$11,31 b) son inferiores a las pérdidas hipotéticas (\$22,22 b), diferencia que aumentó frente al semestre inmediatamente anterior (\$9,45 b de ingresos, frente a \$17,40 b de pérdidas). Lo anterior se debe, en mayor medida, a que los portafolios de las AFP en posición de terceros y las SFD son de larga duración, por lo que los flujos estimados de ingresos son relativamente pequeños con respecto a las pérdidas asociadas con el escenario de estrés.

El ejercicio de sensibilidad de esta sección revela un aumento en la exposición al riesgo de mercado para las IFNB, mientras que los establecimientos de crédito disminuyeron su exposición con respecto a lo registrado un semestre atrás. Lo anterior se explica, principalmente, por el aumento en las tenencias de títulos expuestos de las IFNB y la disminución en la posesión de dichos títulos por parte de los establecimientos de crédito. Las CS y las SFD continúan siendo las entidades más expuestas en términos de su patrimonio, junto con las AFP y los bancos.

3. Valor en riesgo

El valor en riesgo (VaR) es una medida que permite estimar la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversiones en cierto horizonte de pronóstico y con determinado nivel de confianza. Esta se incluye con el fin de obtener una aproximación más rigurosa del riesgo de mercado al que están expuestas tanto las entidades de crédito como las IFNB. Específicamente, el VaR de cada uno de estos sectores se define como el agregado del VaR individual de cada una de las entidades que los conforman y es presentado como porcentaje del saldo expuesto¹¹⁵.

Para todos los sectores analizados, los VaR promedio entre febrero y agosto de 2014 fueron menores a los observados seis meses atrás (Cuadro 17). Con respecto a los establecimientos de crédito, los VaR promedio de los bancos, las CF, las CFC

114 Vale la pena resaltar que la compensación de las pérdidas para los establecimientos de crédito se explica, en mayor medida, por vencimientos de los TES en los próximos seis meses (septiembre y noviembre de 2014, y febrero de 2015).

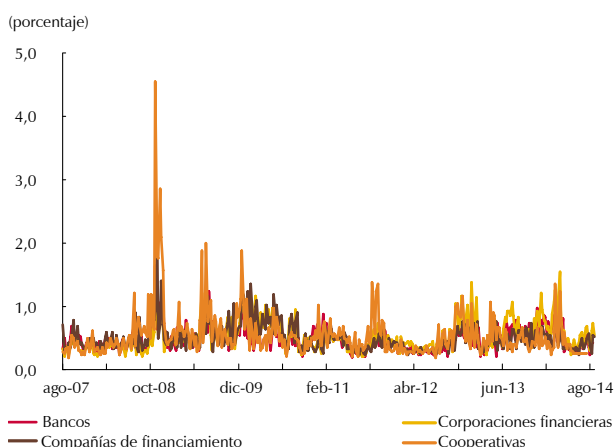
115 Para mayor información véase RiskMetrics (1996). “Technical Document”, JP Morgan/Reuters, cuarta edición, diciembre de 1996; O. Martínez; J. M. Uribe (2008), “Una aproximación dinámica a la medición del riesgo de mercado para los bancos comerciales en Colombia”, Temas de Estabilidad Financiera del Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo de 2008, y W. Cabrera; L. Melo; J. Mendoza; S. Téllez (2012), “Valor en riesgo condicional para el portafolio de deuda pública de las entidades financieras”, Temas de Estabilidad Financiera del Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, septiembre de 2012.

Cuadro 17
VaR promedio de seis meses

	Promedio (agosto de 2013 a febrero de 2014)	Promedio (febrero de 2014 a agosto de 2014) (porcentaje)	Diferencia
Establecimientos de crédito			
Bancos comerciales	0,63	0,41	(0,22)
Corporaciones financieras	0,71	0,55	(0,15)
Compañías de financiamiento	0,51	0,39	(0,12)
Cooperativas financieras	0,47	0,36	(0,11)
Instituciones financieras no bancarias			
Fondos de pensiones posición propia	1,15	0,61	(0,54)
Fondos de pensiones posición terceros	1,27	0,78	(0,49)
Sociedades fiduciarias posición propia	1,11	0,60	(0,52)
Sociedades fiduciarias posición terceros	1,14	0,60	(0,54)
Sociedades comisionistas de bolsa posición propia	0,51	0,34	(0,17)
Sociedades comisionistas de bolsa posición terceros	0,75	0,46	(0,29)
Compañías de seguros y capitalización	0,96	0,76	(0,19)
Sistema financiero posición propia	0,82	0,49	(0,33)
Sistema financiero	1,02	0,63	(0,40)

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 56
VaR de los establecimientos de crédito como porcentaje del saldo expuesto



Fuente: Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

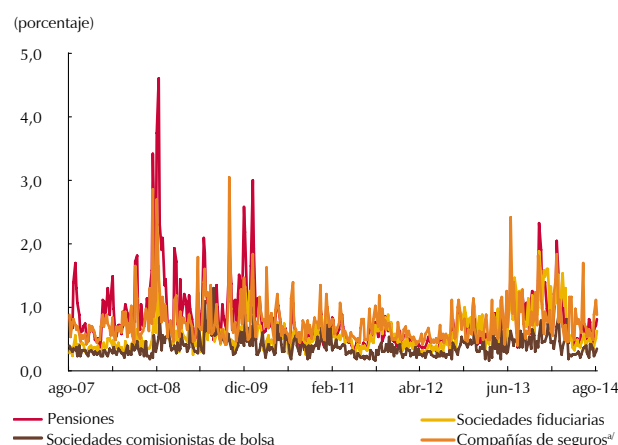
y las cooperativas disminuyeron 22 pb, 15 pb, 12 pb y 11 pb, en su orden (Gráfico 56). Por su parte, para las IFNB, las mayores variaciones ocurrieron para las posiciones propia y de terceros de las AFP (54 pb y 49 pb) y las SFD (52 pb y 54 pb) (Gráfico 57).

De acuerdo con lo anterior, el VaR del sistema financiero ha registrado una disminución en su promedio de seis meses con respecto al del período inmediatamente anterior. Cabe mencionar que durante el último mes la medida de riesgo ha presentado un leve incremento, aunque continúa ubicándose en niveles inferiores a los observados en los períodos de mayor volatilidad en el mercado de deuda pública (Gráfico 58). Pese a esto, es importante continuar monitoreando este riesgo, ya que una situación adversa en este mercado, acompañada de

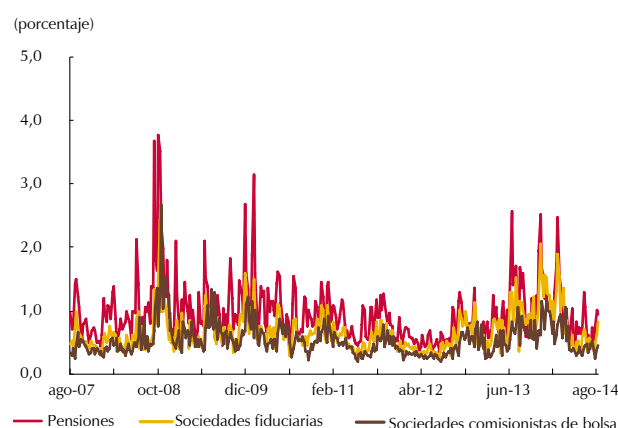
las altas tenencias de TES registradas por algunos sectores del sistema financiero, pueden causar deterioros en el valor de estos portafolios, así como en los niveles de capital y solvencia de las entidades.

Gráfico 57
VaR de las IFNB como porcentaje del saldo expuesto

A. Posición propia

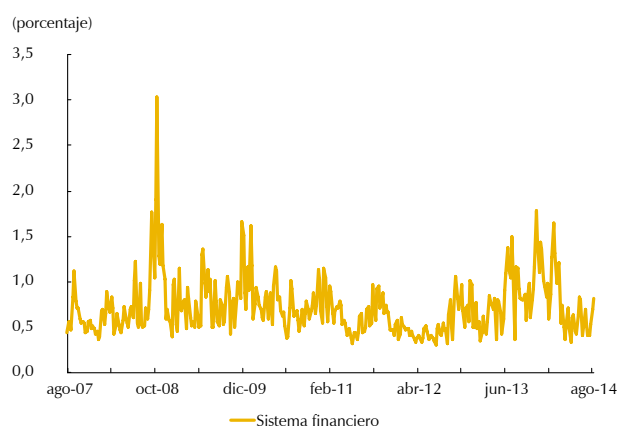


B. Posición terceros



a/ Incluye posición propia y de terceros.
Fuente: Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 58
VaR del sistema financiero como porcentaje del saldo expuesto



Fuente: Banco de la República (DCV); cálculos del Banco de la República.

B. RIESGO DE CRÉDITO¹¹⁶

1. Calidad de cartera y cubrimiento

Entre junio de 2013 y un año después se presentaron leves variaciones en los indicadores de riesgo para la cartera total: el indicador de calidad (IC) disminuyó y el indicador de mora (IM) aumentó. Al analizar este resultado por modalidad de crédito, se encuentra que consumo y vivienda mostraron mejoras en sus indicadores durante el último año, mientras que el microcrédito continúa presentando deterioros. Por su parte, la cartera comercial muestra un comportamiento estable en la calidad de cartera, pero una leve desmejora de su IM.

El IC —medido como la relación entre las carteras riesgosa¹¹⁷ y bruta— se ubicó en 6,6% a junio de 2014, cifra inferior en 30 pb a la observada hace un año (Gráfico 59). Por modalidad de cartera, todas, a excepción de microcrédito, registraron una caída en el indicador durante el mismo período. Los créditos de vivienda presentaron una reducción de 80 pb, los de consumo de 51 pb y los comerciales de 24 pb, ubicándose en 4,1%, 7,5% y 6,3%, a junio de 2014, respectivamente. Por su parte, los microcréditos continuaron deteriorándose, exhibiendo un IC de 12,3% cuando en junio de 2013 era de 9,3%¹¹⁸. Resulta importante mencionar que el IC de la cartera de microcrédito viene presentando una tendencia creciente desde abril de 2012.

La cartera riesgosa total registró una variación real anual de 6% en junio de 2014, cifra inferior a la observada en el mismo mes de 2013 (13,7%). Para dicho período, por modalidad de crédito, la cartera riesgosa de los microcréditos fue la que presentó la

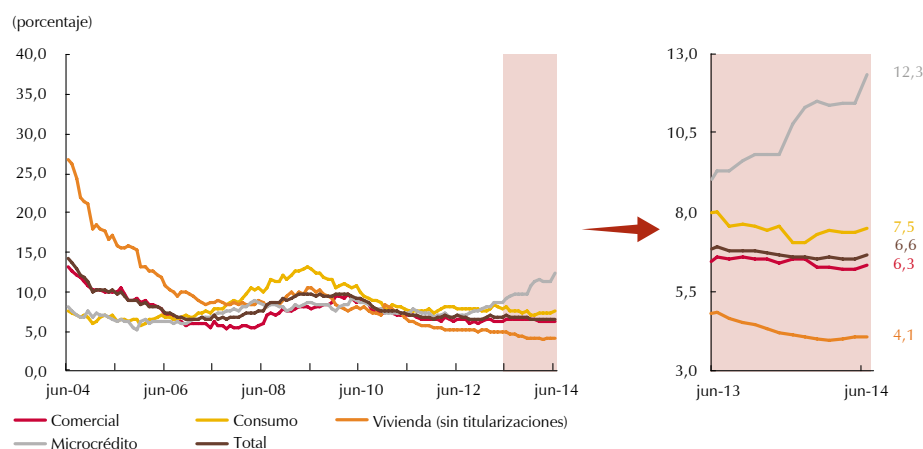
¹¹⁶ Para profundizar en los análisis y resultados que se presentan en esta sección, se sugiere consultar el informe especial correspondiente, publicado en la página electrónica del Banco de la República (www.banrep.gov.co).

¹¹⁷ La cartera riesgosa está definida como el conjunto de créditos con calificación distinta de A.

¹¹⁸ Teniendo en cuenta el *leasing* financiero, el IC de la cartera total a junio de 2014 se ubicó en 6,7%, el de la cartera comercial en 6,5%, el de consumo en 7,5% y el de microcrédito en 12,3%. No se presenta el IC de la cartera de vivienda con *leasing* porque el *leasing* habitacional está incluido en el comercial.

Gráfico 59

Indicador de calidad de cartera por modalidad de crédito: cartera riesgosa/cartera bruta



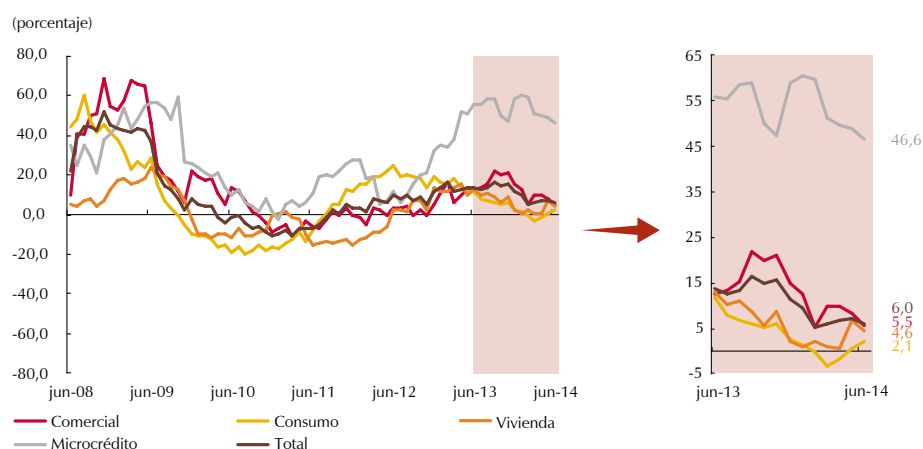
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

mayor expansión, pero con respecto a junio de 2013 mostró una desaceleración, pasando de crecer 55,8% real anual a 46,6%. De la misma manera, para los créditos comerciales la cartera riesgosa se expandió a una tasa 7,1 pp menor a la registrada un año atrás (5,5% a junio de 2014). Asimismo, para los préstamos de consumo y de vivienda la tasa de expansión de la cartera riesgosa se desaceleró, pasando de 11,8% a 2,1% y de 12,7% a 4,6%, respectivamente (Gráfico 60)¹¹⁹.

Por otro lado, al finalizar el primer semestre de 2014, el IM de la cartera total —medido como la relación entre cartera vencida¹²⁰ y cartera bruta total— presentó

Gráfico 60

Crecimiento real anual de la cartera riesgosa



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

119 Al tomar en cuenta el *leasing* en el análisis, se encuentra que la cartera riesgosa total creció 7,3% a junio de 2014, la de comercial 7,9%, la de consumo 2,0% y la de microcrédito 46,5%.

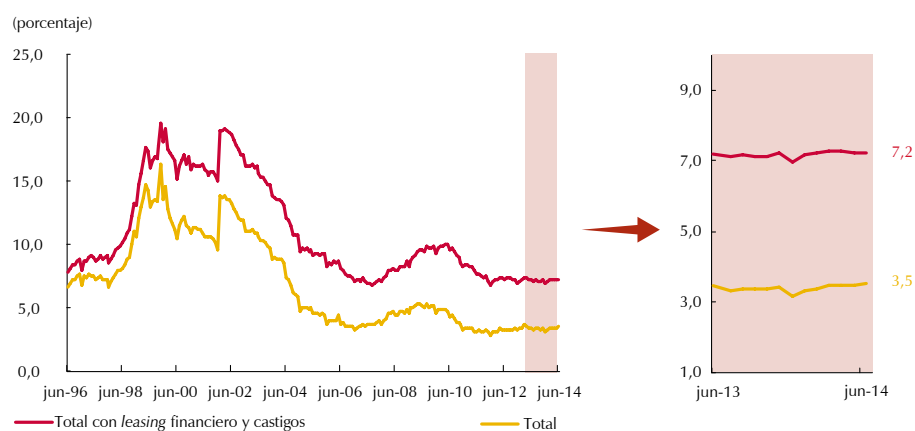
120 La cartera vencida es aquella que presenta un incumplimiento igual o superior a treinta días. El IM es considerado como una medida *ex post* de riesgo crediticio.

un leve incremento en comparación con lo observado un año antes, ubicándose en 3,5% (3,4% en junio de 2013)¹²¹. Al analizar el IM con castigos¹²², se encuentra que, a junio de 2014, es 3,7 pp mayor que el indicador sin castigos (Gráfico 61, panel A).

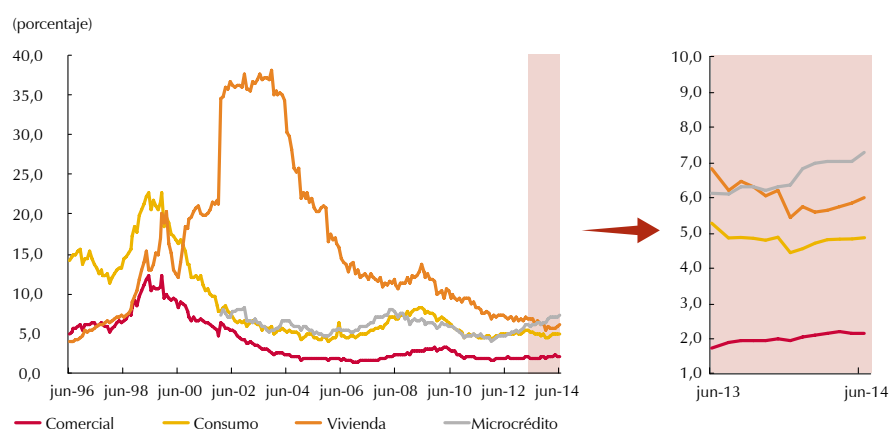
Por modalidad, se resalta que microcrédito fue la que exhibió el mayor deterioro del indicador, al alcanzar un 7,3%, cifra superior en 1,2 pp a la de junio de 2013. Este comportamiento indica una mayor materialización del riesgo de

Gráfico 61
Indicador de mora: cartera vencida/cartera bruta

A. Indicador de mora para la cartera total con y sin castigos



B. Indicador de mora por modalidad de cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

121 Incluyendo el *leasing*, se obtiene que la cartera total registró un IM de 3,5% en junio de 2014.

122 Los castigos son activos que, por considerarse incobrables o perdidos, han sido retirados del balance de conformidad con las disposiciones legales vigentes. Cabe aclarar que el saldo consolida datos históricos, por lo que no revela exactamente la evolución de la gestión de la cartera con periodicidad mensual.

crédito para esta modalidad. Del mismo modo, la cartera comercial presentó un incremento de 34 pb, ubicándose en 2,2% en junio de 2014. Por el contrario, las carteras de vivienda y consumo, cuyos indicadores se situaron en 6% y 4,9%, respectivamente, registraron disminuciones de 74 pb y 31 pb, en su orden, durante el mismo período¹²³ (Gráfico 61, panel B).

El crecimiento de la cartera vencida total mostró una desaceleración, al pasar de 17,9% en junio de 2013 a 14,3% un año más tarde. Por modalidad, a excepción de la cartera comercial, todas registraron desaceleraciones a junio de 2014, destacándose en particular la cartera de microcrédito, que creció un 32,7%, cuando en el mismo mes de 2013 lo hacía a una tasa de 51,9%. Por su parte, los créditos comerciales vencidos se expandieron a una tasa de 30,4%, cuando un año antes lo hacían al 16,8%¹²⁴. Dicho crecimiento es el mayor registrado para esta modalidad desde diciembre de 2012¹²⁵.

Al final del primer semestre de 2014 las provisiones totales¹²⁶ se expandieron a un ritmo real anual de 9,3%. Por modalidad de crédito, las provisiones de los microcréditos, créditos comerciales, de vivienda y consumo crecieron a una tasa de 34,9%, 10,7%, 13,1% y 4,4%, respectivamente. Al comparar la dinámica de las provisiones con la de la cartera total vencida con *leasing*, se encuentra que durante el último año el crecimiento real anual promedio de esta última (12,3%) fue mayor en relación con el de las provisiones (10,6%). Al realizar el mismo análisis por tipo de cartera, se encuentra que el crecimiento promedio de las provisiones es superior al de la cartera vencida con *leasing* para los créditos de consumo y vivienda¹²⁷, inferior para los comerciales y similar para los microcréditos (Gráfico 62).

Acorde con el comportamiento registrado por la cartera vencida y las provisiones, el indicador de cubrimiento, definido como la razón entre las provisiones y la cartera vencida total, se ubicó en 129,7% a junio de 2014, cifra inferior en 6 pp a la presentada un año antes. Esta caída se explica, principalmente, por el

123 Si se considera el *leasing* financiero, se obtiene, a junio de 2014, un IM de 2,3% para la cartera comercial, de 4,9% para la de consumo y de 7,3% para la de microcrédito. El indicador para la cartera comercial incluye el *leasing* habitacional vencido, debido a que, por la estructura del PUC, no se pueden separar los *leasing* comercial y habitacional vencidos. Por esta misma razón no se presenta el IM con *leasing* para la modalidad de vivienda.

124 A junio de 2014, incluyendo el *leasing*, la cartera vencida total registró un crecimiento de 14,4%, la de consumo de 2,3%, la de microcrédito de 32,8% y la comercial de 27,6%. Como se mencionó, esta última incluye el *leasing* habitacional vencido, por lo que no se presenta el crecimiento de la cartera vencida de vivienda con *leasing*.

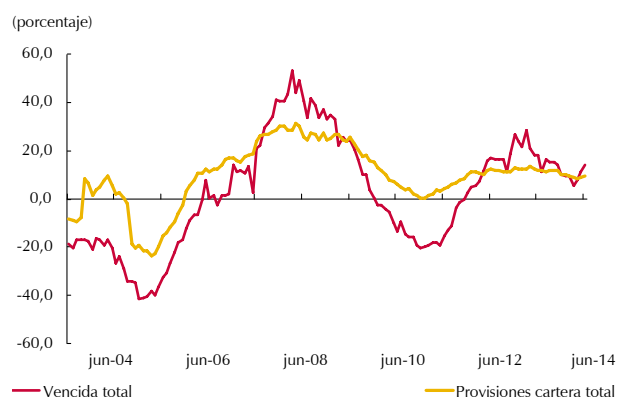
125 El alto crecimiento observado en junio de 2014 se explica porque en el mismo mes de 2013 el saldo vencido de la cartera comercial presentó una disminución considerable.

126 Las provisiones totales incluyen las de créditos y *leasing*, con su respectivo componente contracíclico y provisión general.

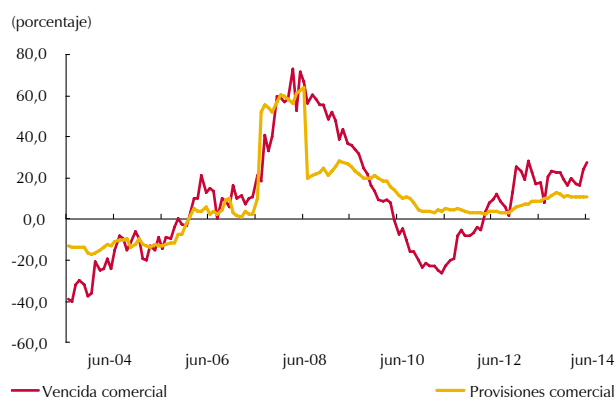
127 Cabe recordar que la comparación para la modalidad de vivienda no incluye el *leasing* en la cartera vencida.

Gráfico 62
Crecimiento de la cartera vencida con *leasing* y de las provisiones por modalidad

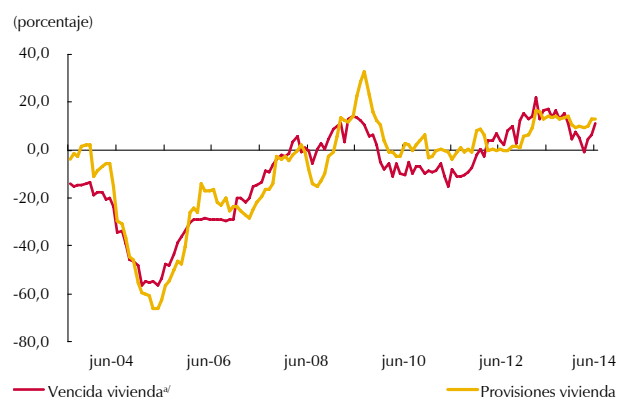
A. Total



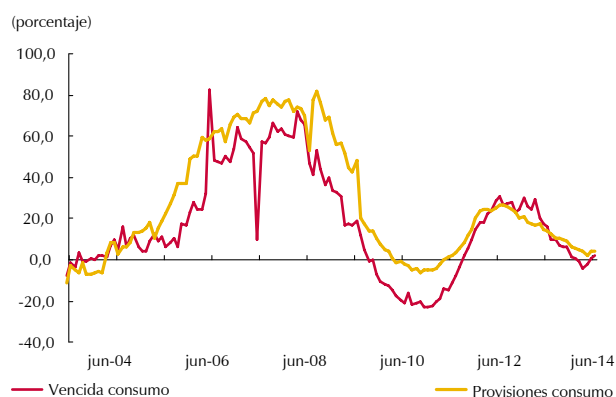
B. Comercial



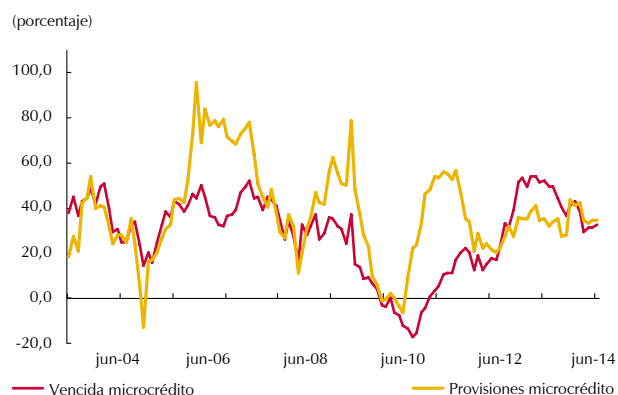
C. Vivienda



D. Consumo



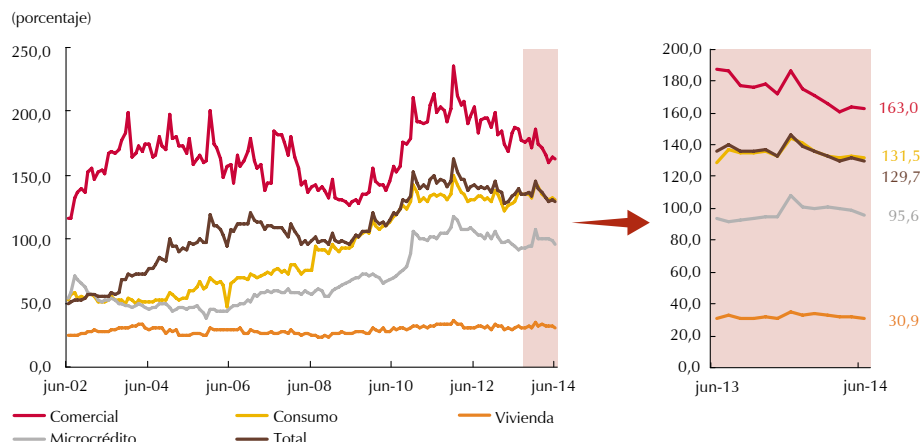
E. Microcrédito



a/ No incluye *leasing* habitacional.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

comportamiento del indicador de la cartera comercial que, durante el mismo período, exhibió una disminución de 24,9 pp, ubicándose en 163% a junio de 2014. Por su parte, las demás modalidades registraron leves incrementos en su cubrimiento. A pesar de la disminución de este indicador para la cartera total y comercial, se resalta que, en ambos casos, aún se mantiene en niveles mayores al 100%, mientras que para la cartera de microcrédito se ubicó en un nivel inferior, pero cercano a dicho valor (Gráfico 63). En el caso de la cartera de vivienda, el indicador es menor a 100%, debido a que para este tipo de crédito existe una garantía inmobiliaria que lo respalda.

Gráfico 63
Indicador de cubrimiento (provisiones/cartera vencida)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Análisis de matrices de transición y cosechas

En esta sección se analizan las matrices de transición y las cosechas para cada cartera. Una matriz de transición representa los movimientos de los créditos de una calificación a otra durante un trimestre. Las letras ubicadas en las filas corresponden a la calificación inicial y aquellas en las columnas a la calificación final. Los porcentajes por debajo de la diagonal representan mejoras en la calificación, mientras que los de encima representan deterioros. Una cosecha, por su parte, representa el conjunto de créditos que son otorgados dentro de un período determinado; su análisis permite examinar su evolución, así como comparar dicho comportamiento entre cosechas. En los gráficos de cosechas el eje horizontal muestra el trimestre de nacimiento de cada cosecha y el vertical el IC correspondiente evaluado en diferentes horizontes (de cero a tres meses, seis meses, un año y dos años adelante).

a. Cartera comercial

La probabilidad de permanecer¹²⁸ en la misma calificación para los créditos comerciales (Cuadro 18) en el primer semestre de 2014 se ubicó en 89,7%, valor ligeramente inferior a la de seis meses atrás (90,2%). Cuando se calculan las probabilidades de mejorar y empeorar la calificación¹²⁹, se observa que a junio

¹²⁸ La probabilidad condicional de permanecer se calcula como:

$$P(A_i | A_{i-1})P(A_{i-1}) + P(B_i | B_{i-1})P(B_{i-1}) + P(C_i | C_{i-1})P(C_{i-1}) + P(D_i | D_{i-1})P(D_{i-1}) + P(E_i | E_{i-1})P(E_{i-1})$$

¹²⁹ La probabilidad de mejorar se calcula como:

$$P(A_i | B_{i-1})P(B_{i-1}) + P(A_i | C_{i-1})P(C_{i-1}) + P(A_i | D_{i-1})P(D_{i-1}) + P(A_i | E_{i-1})P(E_{i-1}) + P(B_i | C_{i-1})P(C_{i-1}) + P(B_i | D_{i-1})P(D_{i-1}) + P(B_i | E_{i-1})P(E_{i-1}) + P(C_i | D_{i-1})P(D_{i-1}) + P(C_i | E_{i-1})P(E_{i-1}) + P(D_i | E_{i-1})P(E_{i-1})$$

Por su parte, la de empeorar se calcula como:

$$P(B_i | A_{i-1})P(A_{i-1}) + P(C_i | A_{i-1})P(A_{i-1}) + P(D_i | A_{i-1})P(A_{i-1}) + P(E_i | A_{i-1})P(A_{i-1}) + P(C_i | B_{i-1})P(B_{i-1}) + P(D_i | B_{i-1})P(B_{i-1}) + P(E_i | B_{i-1})P(B_{i-1}) + P(D_i | C_{i-1})P(C_{i-1}) + P(E_i | C_{i-1})P(C_{i-1}) + P(E_i | D_{i-1})P(D_{i-1})$$

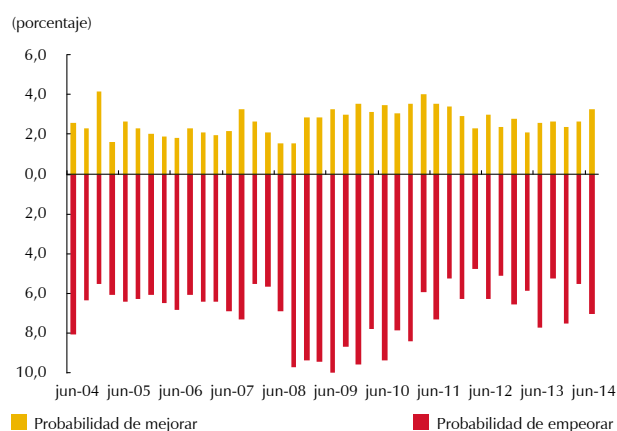
Cuadro 18
Matriz de transición de la cartera comercial (porcentaje)
Junio de 2014

Calificación en $t-1$ \ Calificación en t	A	B	C	D	E
A	95,2	4,0	0,7	0,1	0,0
B	34,1	45,1	14,6	6,1	0,1
C	3,8	11,1	47,7	35,8	1,6
D	1,5	1,1	3,8	85,4	8,3
E	0,5	0,2	2,0	0,5	96,9

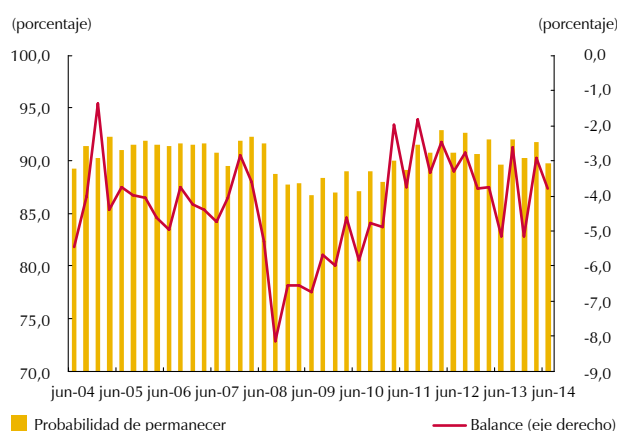
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 64

A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar



B. Históricos de la probabilidad de permanecer y su balance



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de 2014 la primera se ubicó en 3,3%, mientras que la segunda en 7,0%. Estos resultados, al finalizar el segundo semestre de 2013, correspondieron a 2,3% y 7,5%, respectivamente, lo cual sugiere una mejora en la percepción de riesgo por parte de las entidades con respecto a los créditos que se mantuvieron vigentes durante el período analizado.

En el Gráfico 64, panel A, se pueden observar las probabilidades de empeorar y mejorar para la cartera comercial durante el último decenio. Se resalta que la primera ha mostrado un comportamiento volátil, alcanzando máximos históricos entre junio de 2008 y septiembre de 2011, lapso en el cual se observaron valores altos tanto en el IC como el IM del saldo total, siendo esto reflejo de una mayor percepción y materialización de riesgo crediticio por parte de las entidades. Por su parte, la segunda ha mostrado en el tiempo un comportamiento más estable.

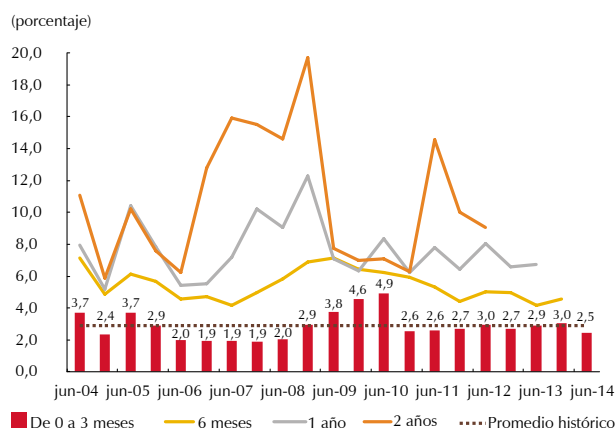
Por otro lado, en el Gráfico 64, panel B, se muestra la probabilidad de permanecer junto al balance. Para determinado período el balance se define como la diferencia entre la probabilidad de mejorar y la probabilidad de empeorar. Es importante resaltar que esta última siempre es mayor que la de mejorar, porque un alto porcentaje de los créditos son calificados con “A”, por lo cual no tienen posibilidad de migrar hacia una mejor calificación. En términos de estabilidad financiera, resulta relevante identificar aquellos períodos en

los cuales se deteriora el balance y disminuye la probabilidad de permanecer en la misma calificación, siendo esto evidenciado entre el cuarto trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2008. En contraste, la tendencia al alza que se observó en el balance después de esta caída se debió tanto a disminuciones en la probabilidad de

empeorar como a aumentos de la de mejorar. Finalmente, desde diciembre de 2013 el balance ha sido volátil, donde cabe destacar que durante el primer semestre del año en curso la probabilidad de mejorar ha mostrado incrementos.

Es importante resaltar que entre junio de 2004 y el mismo mes de 2014 la probabilidad de permanecer ha oscilado entre el 86,7% y el 92,9% con baja dispersión: en promedio se ha ubicado en 90,3%.

Gráfico 65
IC de las cosechas en el momento que nacen y la observado a seis meses, un año y dos años después



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

El IC de los créditos nacidos durante el segundo trimestre de 2014 revirtió la tendencia estable del indicador para las cosechas que nacieron entre el cuarto trimestre de 2010 y el mismo período de 2013, ubicándose en 2,5%. De hecho, esta cifra se encuentra por debajo del promedio de la última década (2,9%) y es el mínimo registrado desde el segundo trimestre de 2008 (Gráfico 65)¹³⁰. Cuando se analiza el riesgo de crédito de estas cosechas durante el tiempo, es decir, el IC que mostraron seis meses, un año y dos años después del trimestre en el que se originaron, se observa que por lo general aquellas que nacen bien calificadas (esto es, con bajos IC) tienden a mostrar deterioros importantes al cabo de un año y, en especial, luego de dos años. Lo anterior se evidencia en las cosechas nacidas entre el cuarto trimestre de 2006 y el mismo período de 2008 y, recientemente, en la del segundo trimestre de 2011, períodos cuando la cartera comercial mostró expansiones importantes.

No obstante, durante la vida de una cosecha, su saldo se reduce de manera importante, de modo que su participación con respecto al saldo total de la cartera comercial asimismo disminuye. Por ejemplo, para las cosechas que nacieron entre el segundo trimestre de 2004 y el mismo período de 2012, al evaluar dicha representatividad dos años después de haberse originado se encuentra una participación promedio de 3,4%. Lo anterior muestra que, a pesar de que en esta cartera las cosechas tienden a mostrar deterioros importantes a lo largo del tiempo, el saldo expuesto no resulta ser significativo dentro del portafolio de créditos de la cartera comercial.

b. Cartera de consumo

El análisis de transición de la calificación de los créditos de consumo se realiza sobre aquellos que cuentan con una calificación tanto para marzo, como para junio de 2014 (Cuadro 19). Complementario a este análisis, en el Gráfico 66, panel A, se presenta la evolución de las probabilidades de mejorar y empeorar. Como se

¹³⁰ El gráfico debe leerse como sigue: las barras representan el indicador de calidad de la cosecha en el trimestre de nacimiento. Para cada período se presenta, a su vez, el valor del indicador durante la vida de la cosecha, particularmente para los seis meses, un año y dos años después.

Cuadro 19
Matriz de transición para el total de la cartera de consumo (porcentaje)
Junio de 2014

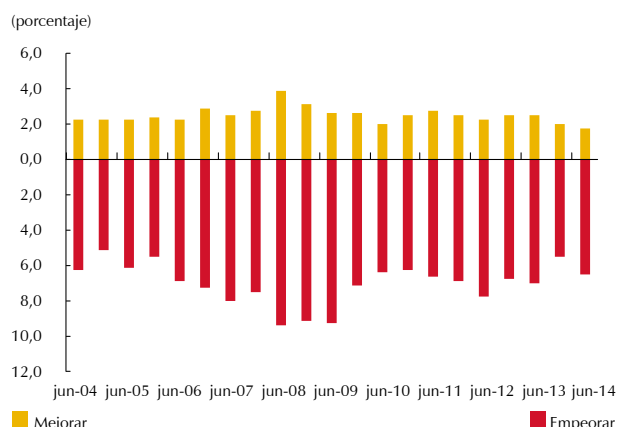
Calificación en t-1 \ Calificación en t	A	B	C	D	E
A	95,70	2,20	1,20	0,90	0,00
B	31,30	34,30	11,20	22,90	0,40
C	11,80	13,60	27,60	45,00	2,00
D	2,90	3,70	10,80	44,60	38,00
E	4,00	1,00	3,20	10,40	81,30

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

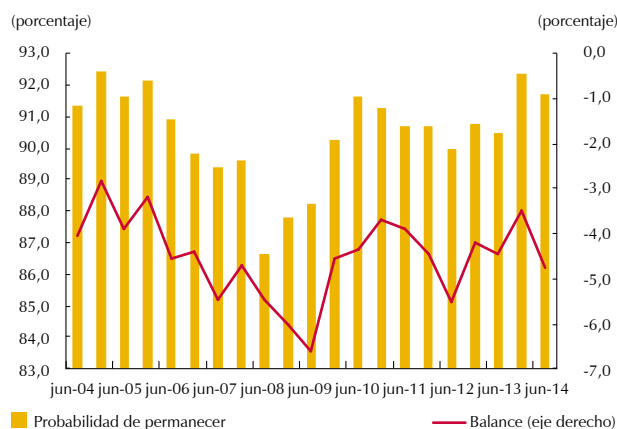
puede observar, en el último semestre la probabilidad de empeorar aumentó, al pasar de 5,6% a 6,5%, y la de mejorar disminuyó, al pasar de 2,1% a 1,8%.

Gráfico 66

A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de consumo



B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de consumo

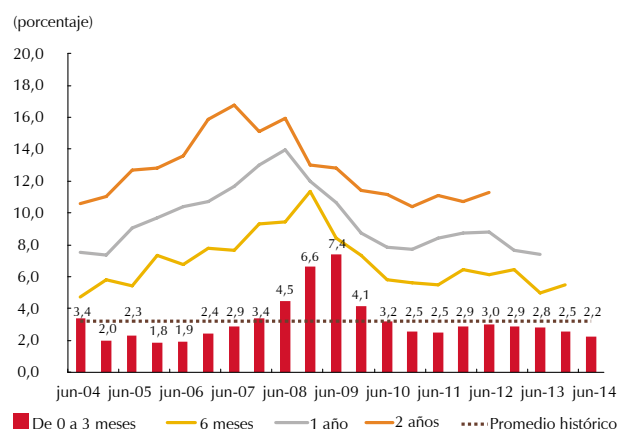


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, en el Gráfico 66, panel B, se expone el balance de las probabilidades mencionadas, junto con la evolución de la probabilidad de permanecer en la misma calificación. Los resultados señalan que esta última disminuyó, pasando de 92,4% a 91,7% en el último semestre, y que el balance fue inferior al del semestre pasado, lo que generó una situación menos favorable para los créditos analizados. Vale la pena mencionar que, a pesar del deterioro observado, el balance de las probabilidades se encuentra por encima del observado entre 2008 y 2009, y que la probabilidad de permanecer también se encuentra en niveles históricamente altos.

Por su parte, para analizar la evolución del IC para las cosechas de esta cartera, se presenta el Gráfico 67, donde en el eje horizontal aparece el trimestre de nacimiento de la cosecha y en el eje vertical su IC evaluado en diferentes horizontes (de cero a tres meses, seis meses, un año y dos años adelante). Se observa que el IC de las cosechas nacidas durante el segundo trimestre de 2014 se ubicó en 2,2% durante su primer período de seguimiento, continuando con la misma tendencia a la baja observada para las cosechas desde junio de 2012. Se resalta que aquel valor se encuentra por debajo del promedio histórico de 3,2% y de los niveles observados durante mediados de 2009. Adicionalmente, el deterioro de las carteras que se observa con la brecha entre el IC contemporáneo y las otras series ha permanecido estable para cada uno de los horizontes analizados.

Gráfico 67
IC de las cosechas en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

c. Cartera de vivienda

Al calcular la matriz de transición para aquellos créditos que permanecieron vigentes entre marzo y junio de 2014 (Cuadro 20), se encuentra que la probabilidad condicional de migrar hacia una mejor calificación disminuyó, pasando de 2% a 1,4%, al tiempo que la de empeorar aumentó de 2,9% a 3,1%. Por otro lado, la probabilidad de permanecer en la misma calificación aumentó en 30 pb, alcanzando un nivel de 95,3%. Es importante resaltar que la probabilidad de permanecer en las calificaciones “A” y “E” son las más altas (97,6% y 87,7%, respectivamente).

En el Gráfico 68 (paneles A y B) se presenta la evolución de las probabilidades de mejorar, empeorar y su balance¹³¹, así como la de permanecer en la misma calificación. Como se puede observar, históricamente esta última se ubica por encima del 85%, mientras que las de empeorar y mejorar alcanzan, en promedio, valores de 5,1% y 2,9%, respectivamente.

Cuadro 20
Matriz de transición para el total de la cartera de vivienda
Junio de 2014

Calificación en t-1 \ Calificación en t	A	B	C	D	E
A	97,6	2,3	0,0	0,0	0,0
B	28,5	54,4	16,8	0,1	0,1
C	13,5	9,0	60,6	16,7	0,3
D	5,9	2,3	6,1	63,8	21,8
E	4,7	0,8	2,7	4,2	87,7

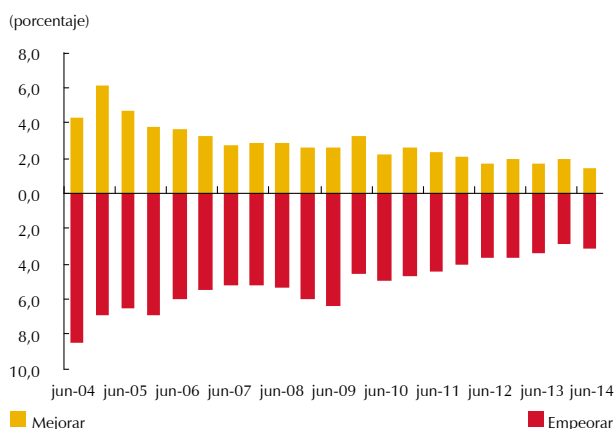
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

A junio de 2014 la probabilidad de empeorar aumentó, al tiempo que la de mejorar se redujo, exhibiendo un balance menos favorable para este tipo de préstamos. No obstante, este resultado refleja una mejor situación financiera frente a lo registrado durante todo el período analizado, a excepción de diciembre de 2004 y el mismo mes de 2009 y 2013. Adicionalmente, si bien se presenta una desmejora, la probabilidad de permanecer en la calificación actual es cercana al 95,3%, lo que, junto con el hecho de que la mayor parte de la cartera se encuentra calificada como “A”, sugiere una baja exposición al riesgo.

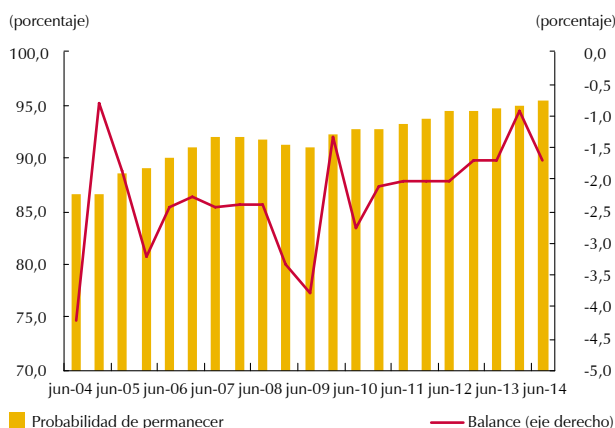
¹³¹ Para determinado período el balance se define como la diferencia entre la probabilidad de mejorar y la de empeorar.

Gráfico 68

A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de vivienda



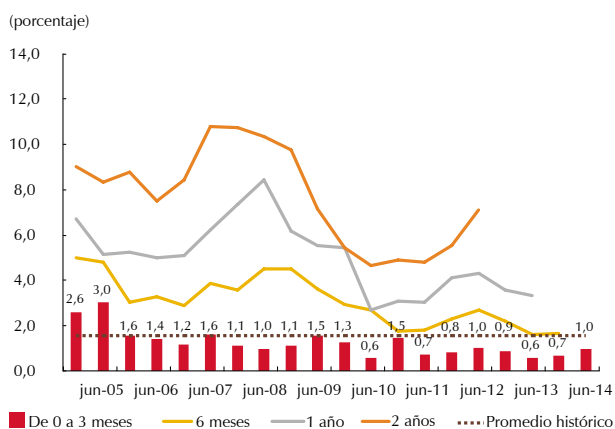
B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de vivienda



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 69

IC de las cosechas de vivienda en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En el Gráfico 68, panel B, se observa que en la cartera de vivienda no se han presentado episodios donde la probabilidad de permanecer disminuya y se deteriore el balance, toda vez que se aprecia una clara tendencia creciente en la probabilidad de permanecer durante el período de análisis.

Al estudiar la evolución del IC para las cosechas de la modalidad de vivienda, se observa que el IC de los créditos nacidos durante el primer semestre de 2014 mostró un nivel de 1%, ubicándose por encima del indicador para la cosecha del segundo semestre de 2013 (0,7%), aunque por debajo del promedio histórico (1,5%) (Gráfico 69).

En cuanto al deterioro de las cosechas en el tiempo, se aprecia que entre mayor sea el horizonte de evaluación, más alto es el deterioro de la cosecha con respecto a su nivel contemporáneo. En particular, las cosechas que presentan los mayores deterioros a un año y dos años después del trimestre en el que se originaron, son las nacidas entre diciembre de 2006 y 2008.

d. Cartera de microcrédito¹³²

Para analizar el comportamiento de la cartera de microcrédito se calcularon las matrices de transición entre calificaciones de los créditos vigentes entre marzo y junio de 2014 (Cuadro 21). En particular, la probabilidad de mantenerse en la misma calificación es de 89,5%, mientras que las probabilidades de mejorar y empeorar son 0,9% y 9,7%, respectivamente, cuando seis meses atrás se ubicaron en 88,6%, 1,3% y 10,0%, en su orden (Gráfico 70, panel A).

Al comparar las probabilidades correspondientes al segundo trimestre de 2014 con las de la última década, se observa que para el sistema financiero¹³³ las

132 El análisis de la cartera de microcrédito se realiza excluyendo al Banco Agrario del total del sistema financiero, teniendo en cuenta el tamaño de la participación de esta entidad en el total de la cartera de dicha modalidad (más del 50%). No se contempla debido a que la asignación de sus microcréditos no responde necesariamente a las condiciones del mercado.

133 En adelante, se denominará sistema financiero al total de las entidades, sin incluir al Banco Agrario.

Cuadro 21
Matriz de transición para el total de la cartera de microcrédito
Junio de 2014

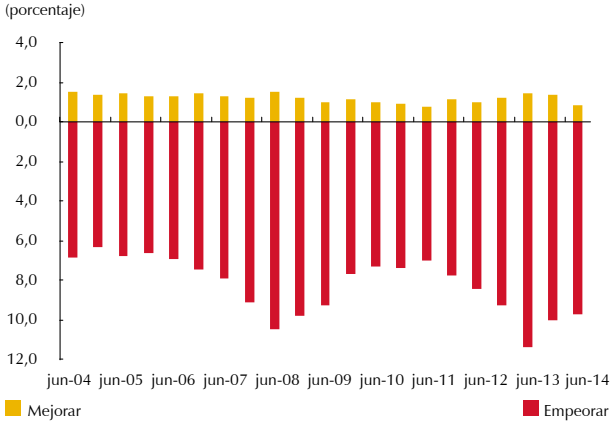
Calificación en t-1 \ Calificación en t	A	B	C	D	E
A	93,9	3,4	1,6	0,9	0,1
B	14,3	30,6	13,3	13,0	28,8
C	6,2	5,1	20,1	9,0	59,5
D	2,4	1,4	3,6	8,7	83,8
E	0,7	0,4	0,5	0,9	97,5

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

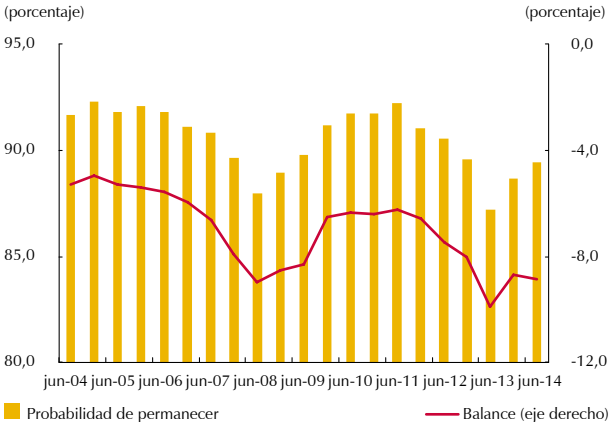
probabilidades de mejorar y empeorar en esta cartera disminuyeron con respecto a un año atrás; sin embargo, la probabilidad de empeorar se encuentra en un nivel superior al histórico, y la de mejorar se encuentra en un nivel inferior. Como se puede observar en el Gráfico 70, panel B, el deterioro del balance presentado entre diciembre de 2010 hasta junio de 2013 indica un crecimiento más que proporcional de la probabilidad de empeorar con respecto a la de mejorar; este comportamiento estuvo acompañado de una disminución en la probabilidad de permanecer.

Por su parte, el análisis de las cosechas de créditos muestra que el IC para los nuevos microcréditos del segundo trimestre de 2014 es mayor al registrado por los créditos nacidos el cuarto trimestre de 2013 (1,1%), al ubicarse en 1,5%, cifra superior al promedio histórico (1,3%). Por otro lado, si se analiza el ritmo de deterioro

Gráfico 70
A. Probabilidades históricas de mejorar y empeorar de la cartera de microcrédito

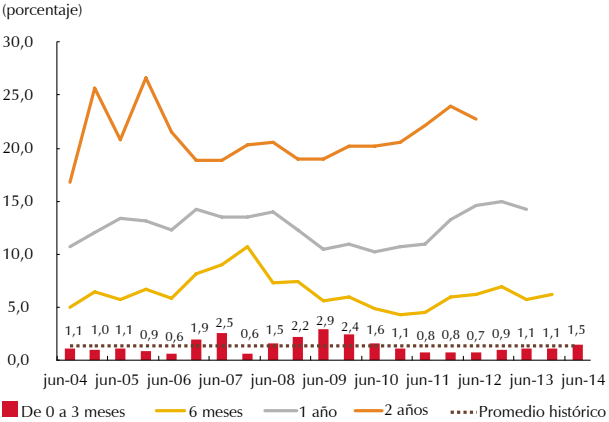


B. Históricos de la probabilidad de permanecer y el balance de la cartera de microcrédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 71
IC de las cosechas en el momento que nacen y lo observado a seis meses, un año y dos años después



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de las cosechas a lo largo del tiempo, se observa que ha continuado acelerándose, especialmente para los créditos nacidos entre el segundo trimestre de 2011 y el de 2012 para el total del sistema financiero (Gráfico 71).

En resumen, se aprecia que entre diciembre de 2013 y junio de 2014 todas las modalidades presentaron una disminución en el balance entre la probabilidad de mejorar y empeorar de calificación; sin embargo, la probabilidad de permanecer se ha mantenido en niveles iguales y superiores al 90%, lo cual no representa una situación preocupante en términos de estabilidad financiera. En cuanto a la calidad crediticia de los préstamos nacidos durante el segundo trimestre del año se observó un comportamiento heterogéneo: mientras que las cosechas de las carteras comercial y de consumo presentaron un IC más bajo durante el trimestre de nacimiento con respecto a las nacidas seis meses atrás, las de las modalidades de vivienda y microcrédito exhibieron mayores niveles del indicador. Por tal motivo, aunque el IC de las distintas modalidades aún registra valores bajos y estables, es necesario continuar con el constante monitoreo de dichos indicadores.

3. Ejercicio de sensibilidad

En esta sección se realiza un ejercicio de sensibilidad con el fin de evaluar la solidez de los establecimientos bancarios ante escenarios adversos que afecten la dinámica y morosidad de la cartera¹³⁴; por tanto, se estiman los efectos de choques en algunas variables macroeconómicas sobre diferentes indicadores financieros de las entidades.

Análisis de sensibilidad ante choques macroeconómicos

Teniendo en cuenta que a junio de 2014 la cartera representó el 69,4% de los activos de los bancos y que durante la crisis de 1999 la materialización del riesgo de crédito se tradujo en altas pérdidas, resulta de gran importancia evaluar la capacidad que las entidades tienen para absorber pérdidas asociadas con un aumento en el nivel de riesgo de crédito al que se encuentran expuestas, ante un eventual choque macroeconómico.

En esta sección se presenta un ejercicio de sensibilidad que tiene como objetivo evaluar el comportamiento de algunos indicadores financieros de los bancos comerciales, frente a un escenario adverso en el crecimiento del PIB real, la tasa de interés real (DTF), el índice real de precios de la vivienda nueva (IPVN) y la tasa de desempleo durante un horizonte de dos años. El escenario planteado fue construido con base en las peores sendas observadas para cada una de las series entre junio de 1991 y junio de 2014. Resulta importante resaltar que el ejercicio corresponde a un

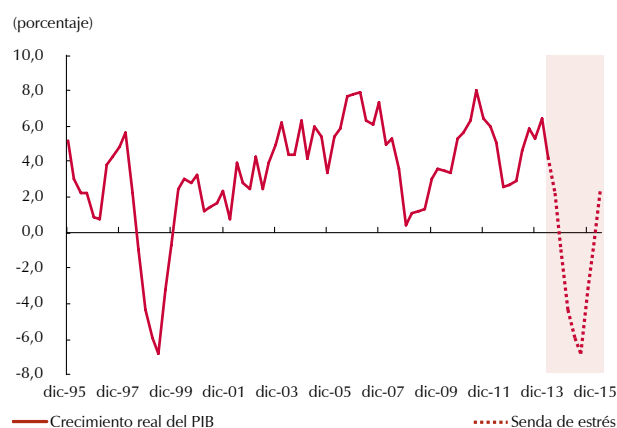
¹³⁴ En este ejercicio no se toma en cuenta la cartera de microcrédito debido a que la información para realizar las estimaciones y proyecciones solo se tiene desde 2002. Sin embargo, la suma de las carteras analizadas representa el 91,4% de la cartera total con *leasing* a junio de 2014.

caso hipotético, cuya probabilidad de ocurrencia es baja, ya que estas sendas nunca se han materializado de forma simultánea. En el Gráfico 72 se muestran las sendas para cada una de las variables en el escenario de estrés considerado¹³⁵.

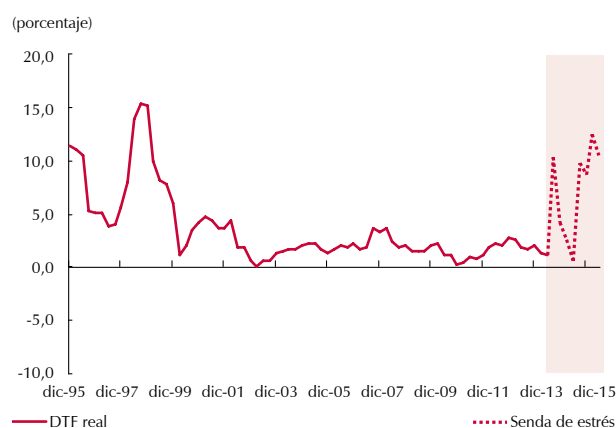
Los resultados que se muestran en este documento muestran el efecto que tiene el escenario adverso sobre la morosidad de la cartera, la rentabilidad y la solvencia de los bancos comerciales¹³⁶. Los choques en las variables macroeconómicas aumentan la cartera vencida de las diferentes modalidades de crédito y deterioran la

Gráfico 72
Sendas de las variables macroeconómicas

A. Crecimiento real del PIB



B. DTF real



C. IPVN real



D. Tasa de desempleo



Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República.

135 Para mayor información sobre la metodología utilizada, véase “Credit Risk Stress Testing: an Exercise for Colombian Banks”, en Temas de Estabilidad Financiera del Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, septiembre de 2012.

136 En este ejercicio se modificaron algunos procedimientos con el fin de mejorar las estimaciones realizadas, por lo cual los resultados aquí presentados no son comparables con los del *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2014.

Gráfico 73
Evolución del indicador de mora durante el escenario estresado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República..

dinámica de la cartera bruta de los establecimientos bancarios, lo que se traduce en una disminución de las utilidades como resultado de un incremento en el gasto por provisiones y una reducción de los ingresos por intereses. Vale la pena resaltar que el gasto en provisiones es suavizado mediante el uso de las provisiones contracíclicas¹³⁷. Asimismo, se supone que cuando un intermediario tiene una rentabilidad negativa, debe cubrir las pérdidas con capital, por lo que se reduce su relación de solvencia.

Si se presentara un escenario como el descrito, el IM de los bancos aumentaría de 3,3% en junio de 2014 a un máximo de 8,7% en marzo de 2016 (Gráfico 73). Posteriormente, el indicador disminuiría a 7,8% al finalizar el ejercicio.

El incremento en la morosidad ocasionaría una disminución de la utilidad anualizada de \$12,9 b durante los dos años que dura el choque, es decir, las utilidades antes de impuestos pasarían de \$9,3 b en junio de 2014 a -\$3,6 b al finalizar el ejercicio (Cuadro 22). El valor mínimo se alcanzaría en el séptimo trimestre cuando las utilidades llegarían a -\$5,7 b. Se destaca que las pérdidas generadas en ese momento representarían el 10,1% del patrimonio agregado a junio de 2014. Esta relación presenta una alta dispersión dentro del conjunto de entidades, alcanzando un máximo del 47,8% y un mínimo de 0,27%.

Cuadro 22
Evolución de la utilidad en cada período a causa del choque extremo

	Comercial ^{a/}	Consumo ^{a/}	Vivienda ^{a/}	Utilidad anualizada total ^{a/}	Variación total acumulada (porcentaje)	Bancos con utilidad negativa ^{b/}
Utilidad a junio de 2014				9,3		0,0
t + 1	(0,2)	(0,1)	(0,5)	6,4	(31,7)	0,0
t + 2	(0,3)	(0,2)	(0,0)	3,8	(59,2)	0,0
t + 3	(0,2)	(0,0)	(0,9)	(0,2)	(102,2)	10,0
t + 4	(0,0)	0,2	(0,4)	(2,8)	(129,6)	16,0
t + 5	(0,3)	(0,5)	(1,3)	(4,1)	(143,8)	17,0
t + 6	(0,7)	(0,2)	0,5	(4,0)	(143,1)	17,0
t + 7	(0,8)	(0,7)	(1,4)	(5,7)	(161,1)	18,0
t + 8	0,5	0,9	0,6	(3,6)	(138,1)	17,0

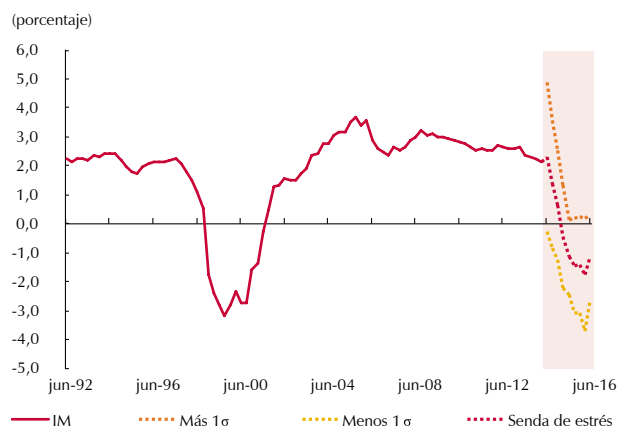
a/ Datos en billones de pesos. Para comercial, consumo y vivienda se presenta la utilidad trimestral generada por cada cartera.

b/ Representa el número de bancos, de los 22 analizados, que pasarían de tener una utilidad positiva a una negativa como resultado del choque.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

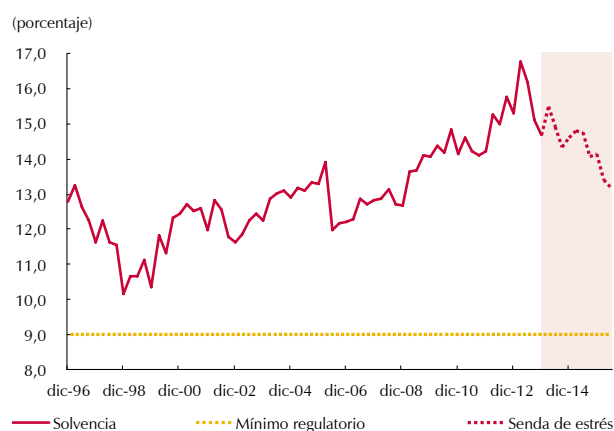
137 Las provisiones contracíclicas contribuyen hasta en un 40% del gasto de provisiones en cada período. En el modelo se supone que los indicadores que permiten el uso de estas provisiones se activan en el escenario estresado. Se encuentra que tanto para la cartera comercial como para la de consumo, las provisiones contracíclicas duran un año.

Gráfico 74
Evolución del ROA durante el escenario estresado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 75
Evolución de la solvencia de los bancos durante el escenario estresado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En el caso de la rentabilidad del activo, se observaría una reducción del ROA de 3,2 pp, al pasar de 2,3% en junio de 2014 a -0,9% dos años después. Vale la pena resaltar que el ROA alcanzaría su valor mínimo siete trimestres después del choque, período en el cual se ubicaría en -1,4% (Gráfico 74). El comportamiento de este indicador se explica, principalmente, por la fuerte caída de las utilidades (-138,1%).

Por otro lado, la relación de solvencia de los bancos mostraría un deterioro, al pasar de 14,9% en junio de 2014 a 13,2% dos años después, cifra que está por encima del mínimo regulatorio establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia (9%) (Gráfico 75). Adicionalmente, al considerar el indicador de solvencia básica, se encuentra que este pasaría de 10,1% a 8,3%¹³⁸ durante el mismo período, valor superior al regulatorio de 4,5%. La dinámica de ambos indicadores se explica en mayor medida por la reducción de las utilidades que disminuye tanto el patrimonio técnico como el básico.

Al analizar de manera individual estos indicadores, cuatro entidades registrarían una relación de solvencia inferior al mínimo regulatorio (9%), mientras que tres tendrían una relación de solvencia básica por debajo del límite legal (4,5%) al final del ejercicio. Se resalta que dos de las entidades presentarían una relación de solvencia y de solvencia básica menores a las exigidas por la ley.

En conclusión, el ejercicio de sensibilidad evidencia que los choques macroeconómicos considerados a junio de 2014 incrementarían la morosidad de la cartera de los bancos comerciales, lo que se traduciría en un desempeño desfavorable en sus niveles de rentabilidad y solvencia. El ROA se ubicaría en niveles negativos a raíz de las bajas utilidades, aunque superiores a los registrados en la crisis de 1999. En cuanto a la relación de solvencia del sistema bancario, se destaca que, pese a la contracción proyectada, se ubicaría en niveles superiores a los exigidos por la regulación. Al desagregar el análisis, se encuentra que cuatro de las entidades consideradas incumplirían dicho límite, aunque vale la pena mencionar que el nivel de capital adicional requerido para alcanzar el límite regulatorio equivaldría al 0,3% del activo del sistema bancario y al 1,3% del activo de las entidades implicadas.

¹³⁸ Si los bancos no utilizaran las provisiones contracíclicas para suavizar el gasto en provisiones, la relación de solvencia y la relación de solvencia básica se ubicarían en 12,4% y 7,6%, respectivamente, al finalizar el ejercicio.

4. Indicador de auges de crédito

Un auge de crédito es generalmente definido como un exceso de crédito por encima de su tendencia de largo plazo (González *et al.*, 2012). La ocurrencia de un período como estos podría asociarse con la colocación de préstamos a agentes más riesgosos, aumentando los incumplimientos y ocasionando pérdidas en el principal activo de los establecimientos de crédito. De hecho, la literatura relacionada con este fenómeno (Reinhart y Kaminsky, 2000; Gourinchas *et al.*, 2001; Barajas *et al.*, 2007; Dell’Ariccia *et al.*, 2012; Williams, 2012) afirma que los auges de crédito frecuentemente se asocian con incrementos de la inflación, inestabilidad en el sector bancario y aumentos en la probabilidad de una crisis financiera, y tienden a aumentar la volatilidad en la economía, así como a hacerla más vulnerable ante choques adversos. Por estas razones, la identificación de los períodos de auge crediticio resulta relevante para mantener la estabilidad financiera.

En esta sección se presenta la predicción de la probabilidad de ocurrencia de un auge de crédito en la economía colombiana¹³⁹. Particularmente, considerando el conjunto de información hasta marzo de 2014, se estima la probabilidad para el segundo y tercer trimestres del mismo año.

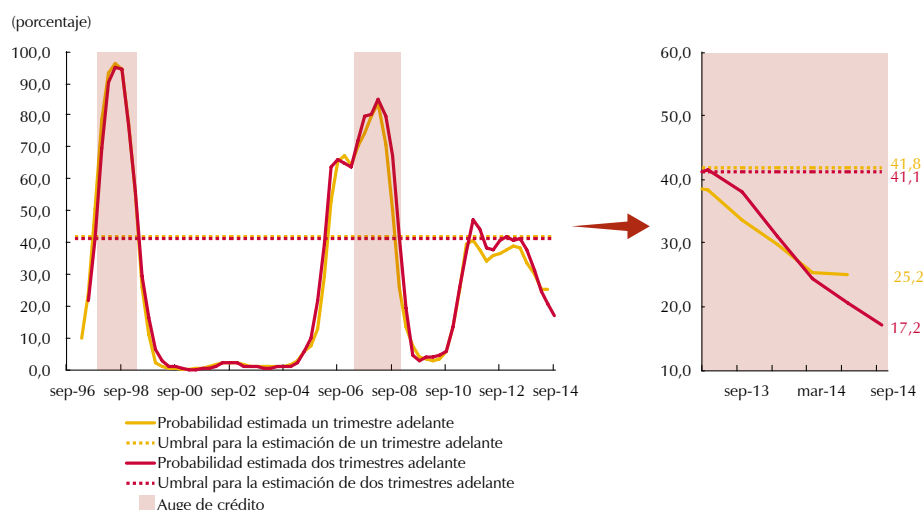
El Gráfico 76 muestra la estimación de las probabilidades de auge crediticio para uno y dos trimestres adelante. Como se puede observar, el modelo logra identificar los dos períodos de auge de crédito que se presume ha presentado la economía colombiana: el primero entre el cuarto trimestre de 1997 y el primer trimestre de 1999, y el segundo entre el segundo trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008. Asimismo, se evidencia su importancia como indicador de alerta temprana, ya que en junio de 2011 se vaticinaba la ocurrencia de un auge crediticio en los dos trimestres siguientes; sin embargo, debido posiblemente a las medidas adoptadas por las autoridades¹⁴⁰, en septiembre de 2011 el indicador para un trimestre adelante mostraba que en diciembre del mismo año esta probabilidad ya se encontraba por debajo del umbral.

Al analizar la situación para el segundo semestre de 2014, el pronóstico de las probabilidades de ocurrencia de un auge de crédito uno y dos trimestres adelante muestra que este se ubica en 25,2% para el segundo trimestre de 2014 y en un 17,2% para el tercero del mismo año. Es importante aclarar que para ambos

139 Para mayor información sobre la metodología de estimación, véase A. González, A. Guarán y D. Skandali (2012), “An Early Warning Model for Predicting Credit Booms Using Macroeconomic Aggregates”, Borrador de Economía, núm. 723, Banco de la República de Colombia.

140 En octubre de 2011, mediante la Circular Externa 043, y en junio de 2012, mediante Circular Externa 026, la Superintendencia Financiera de Colombia implementó dos cambios regulatorios. El primero consistió en incrementar la pérdida dado incumplimiento para los deudores de crédito de consumo que no poseían garantías, lo que llevó a un aumento de las provisiones, las cuales debían verse reflejadas en los estados financieros al 31 de diciembre de 2011; el segundo, ordenó la constitución de una provisión temporal para aquellas entidades que mantuvieran cambios positivos en la tasa de crecimiento de la cartera vencida de consumo, la cual debía reflejarse en los estados financieros al 31 de diciembre de 2012. Asimismo, desde febrero del mismo año el Banco de la República empezó con un período de incrementos en la tasa de intervención.

Gráfico 76
Probabilidad de auge de crédito para uno y dos trimestres adelante, con datos hasta el primer trimestre de 2014



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Datastream y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

períodos los niveles pronosticados son inferiores a los umbrales que determinan la presencia de un auge, los cuales se ubican en 41,8% para la predicción un trimestre adelante y en 41,1% para dos trimestres adelante (Gráfico 76).

Los resultados indican que, siguiendo esta metodología, la dinámica del principal activo de los establecimientos de crédito no muestra indicios de la existencia de un evento de auge crediticio. Adicionalmente, se destaca que la medida de probabilidad de ocurrencia de dicho evento viene presentando una tendencia a la baja en el período más reciente.

C. RIESGO DE LIQUIDEZ¹⁴¹

El riesgo de liquidez de fondeo hace referencia a la dificultad que las entidades financieras pueden enfrentar al momento de responder por sus obligaciones financieras en distintos horizontes de tiempo. Analizar este riesgo es importante, ya que su materialización representa altos costos para las entidades, así como pérdida de confianza del público y de sus contrapartes. Adicionalmente, los problemas de liquidez de una entidad pueden amenazar la estabilidad del sistema financiero si una proporción importante de las transacciones depende del pago oportuno de sus obligaciones.

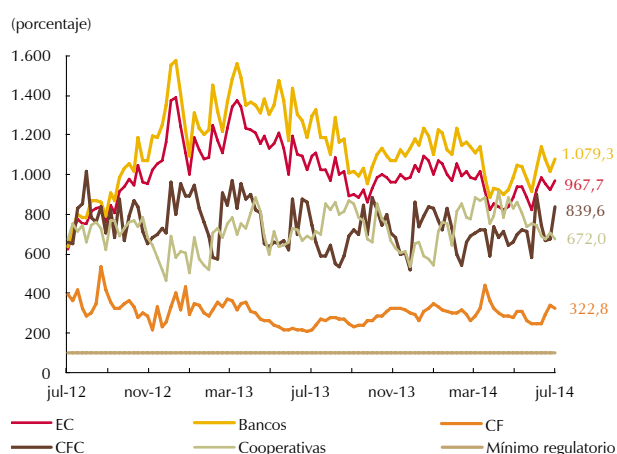
¹⁴¹ Para profundizar en los análisis y resultados que se presentan en esta sección, se sugiere consultar el informe especial correspondiente, publicado en la página electrónica del Banco de la República (www.banrep.gov.co).

En esta sección se analiza este riesgo mediante el indicador de riesgo de liquidez (IRL)¹⁴², así como la evolución de sus componentes. Por otro lado, se incluye un ejercicio donde se evalúa la concentración de los depósitos no contractuales por sector y de las captaciones en los principales clientes. Además, se presenta un ejercicio que mide la sensibilidad de los establecimientos de crédito (EC) ante escenarios extremos, pero poco probables, de baja liquidez.

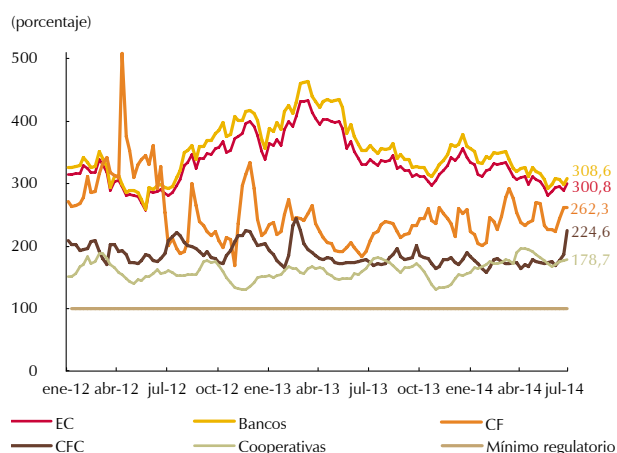
La SFC utiliza el indicador IRL_R , el cual se construye de la siguiente manera:

Gráfico 77

A. Evolución del IRL_R a siete días por grupos de intermediarios (promedio móvil ponderado)



B. IRL_R calculado para el horizonte de treinta días por grupos de establecimientos (promedio móvil ponderado)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

$$IRL_R = \frac{\text{activos líquidos}}{\text{requerimiento neto de liquidez}}$$

Las entidades deben mantener un nivel del indicador superior a 100% en los horizontes de siete y treinta días. La lectura del IRL_R es la siguiente: un valor menor a 100% implica riesgo alto, mientras que mayores niveles de IRL_R se asocian con una mejor situación de liquidez para la entidad analizada. En esta sección se observa el comportamiento reciente de los indicadores a siete y treinta días, ya que existe un umbral mínimo exigido en la regulación para estos horizontes.

Como se observa en el Gráfico 77 (paneles A y B), en los horizontes de siete y treinta días los bancos manejan un mayor nivel de activos líquidos en relación con sus requerimientos de liquidez, en comparación con los demás intermediarios financieros. Al analizar los niveles de liquidez a siete días, se observa que durante el primer trimestre de 2014 los indicadores de los bancos y de las CFC exhibieron una tendencia a la baja, pero a partir de marzo de dicho año presentaron una recuperación, ubicándose al 25 de julio de 2014 en 1.079,3% y 839,6%, respectivamente. Por su parte, el indicador de las cooperativas muestra una mayor dinámica en los primeros tres meses del año, seguida de una disminución hasta la última semana de julio, alcanzando un nivel de 672,0%. Finalmente, las corporaciones financieras (CF) exhiben un comportamiento relativamente estable, registrando un indicador de 322,8%.

142 Los detalles del modelo de administración de riesgo de liquidez pueden consultarse en el capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC, y en sus anexos.

Cuando se analiza el IRL_R para el horizonte de treinta días, se encuentra que, al igual que en el de siete días, el indicador de los bancos es el mayor entre todos los intermediarios, alcanzando un nivel de 308,6% en julio de 2014, cifra inferior a la observada en enero del mismo año (355,7%). En segundo lugar, se encuentran las CF con un indicador de 262,3%, seguidas de las CFC (224,6%) y de las cooperativas (178,7%). En este horizonte se aprecia una tendencia decreciente para los bancos, mientras que las CF y CFC exhiben un ligero aumento.

Por otro lado, se analizan los principales componentes del requerimiento neto de liquidez. Se observa que, dentro del flujo de caja agregado de los EC¹⁴³, los ingresos derivados de la venta de inversiones incrementaron su participación entre julio

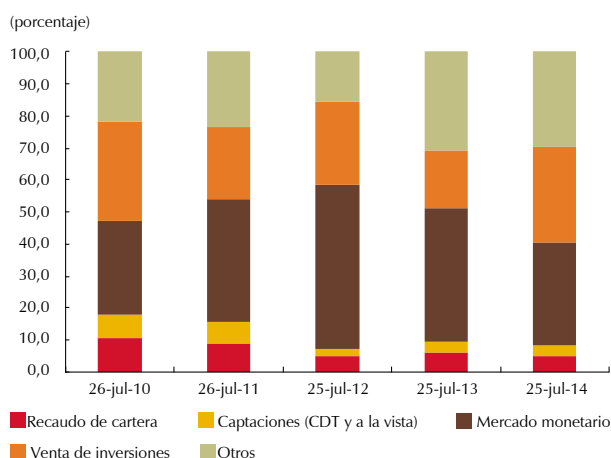
de 2013 y el mismo mes de 2014, pasando de 17,7% a 29,9%. Este comportamiento obedece a que este rubro pasó de tener flujos semanales promedio de \$17,1 b a \$34,7 b en el período mencionado. Por su parte, los ingresos provenientes del mercado monetario redujeron su participación en el último año, al pasar de 42,1% a 32,3%. Asimismo, los ingresos obtenidos por recaudo de cartera y aquellos clasificados como otros (ingresos por instrumentos derivados, créditos de bancos y otros ingresos) muestran una ligera disminución en el mismo período (Gráfico 78).

En cuanto a la composición de los egresos, se observa que los relacionados con el mercado monetario han perdido participación desde julio de 2012, en contraste con lo ocurrido con los rubros correspondientes a la compra de inversiones y otros (egresos por instrumentos derivados, créditos de bancos y otros egresos netos) que han ganado representatividad. Pese a lo anterior, a julio de 2014 el componente que mayor participación alcanza dentro del total de egresos es el mercado monetario (35,3%), seguido por otros (29,3%). Cabe resaltar, que al igual que el rubro de venta de inversiones en el caso de los ingresos, durante el último año se observó un aumento en los egresos por compra de inversiones, al pasar de \$16,6 b a \$32,4 b.

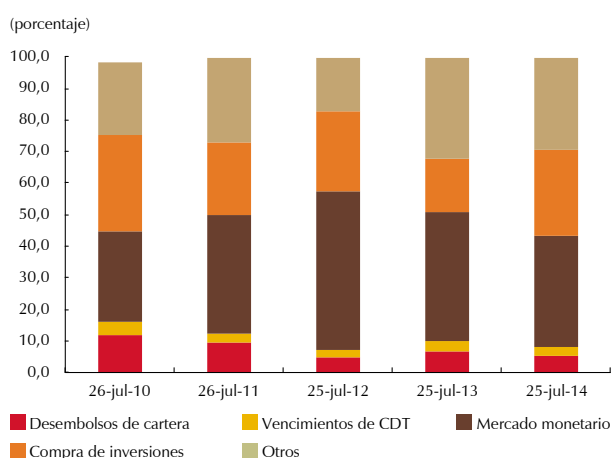
Es importante tener en cuenta el tipo de negocio de las entidades del sistema financiero dentro de la administración del riesgo de liquidez. Aquellas que tienen una mayor participación de inversiones en el balance suelen manejar un mayor nivel de activos líquidos, al tiempo

Gráfico 78
Componentes del flujo de caja semanal

A. Ingresos



B. Egresos



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

143 Esta información está contenida en el formato 458 de la SFC y corresponde a los ingresos y egresos registrados en los cinco días hábiles anteriores a la fecha de reporte del indicador de riesgo de liquidez.

que los ingresos derivados de operaciones en el mercado monetario y venta de inversiones representan una mayor proporción del total. Tal es el caso de las corporaciones financieras, cuyos ingresos provenientes de estas operaciones corresponden al 94% del total. En contraste, las cooperativas obtienen la mayor parte de sus ingresos mediante captaciones y recaudo de cartera (86,9%), mientras que el 81,3% de sus egresos corresponde a vencimientos de CDT y desembolsos, afín con el menor nivel y el comportamiento menos volátil de su IRL_R .

Contrapartes de los depósitos no contractuales por sector

Es importante analizar la exposición que tiene el sistema financiero frente a aquellos sectores o instituciones que concentran una proporción importante de los depósitos. En este análisis se tienen en cuenta únicamente aquellos que no tienen un vencimiento contractual, dado que el objetivo es identificar aquellas contrapartes que han presentado mayores retiros. En el Cuadro 23 se presenta el nivel de concentración de los depósitos de acuerdo con las principales contrapartes, así como el porcentaje de retiros máximo y promedio para cada una desde 2004. Como se puede observar, en junio de 2014 la mayor parte de los depósitos correspondieron a empresas del sector privado (43,1%) y particulares (22,9%), al tiempo que el sector público, los fondos de pensiones y cesantías, y las sociedades fiduciarias concentran un porcentaje importante de estos recursos (24,2%).

Cuadro 23
Concentración de los depósitos por sector (sistema financiero)
(porcentajes)

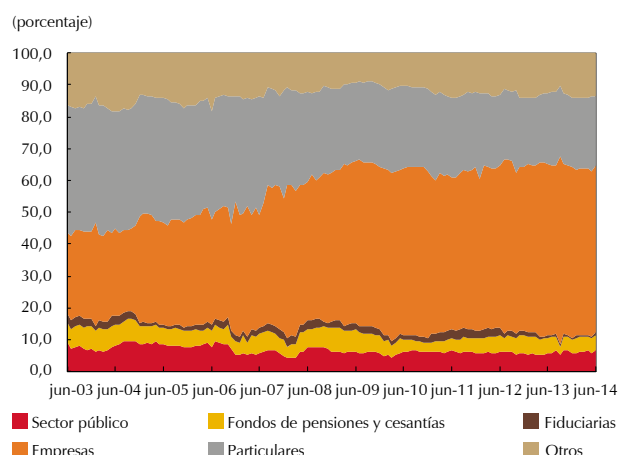
Sector	Participación			Máximo porcentaje de retiros	Porcentaje mensual de retiros (promedio)
	Jun-13	Jun-14	Promedio desde 2004		
Empresas públicas no financieras	1,2	1,1	2,2	62,5	20,8
Empresas públicas de seguridad social	0,2	0,6	0,9	66,6	12,8
Otros sector público	13,0	13,2	13,7	10,3	2,8
Fondos de pensiones y cesantías	3,8	3,9	3,2	27,1	9,0
Fiduciarias	2,9	2,5	2,8	26,0	5,3
Instituciones oficiales especiales	2,3	2,9	1,6	19,9	5,8
Empresas	44,5	43,1	39,8	5,9	2,0
Particulares	23,1	22,9	27,6	7,6	1,7
Otros	9,0	9,8	8,2	19,1	4,4
Total	100,0	100,0	100,0	2,1	0,7

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

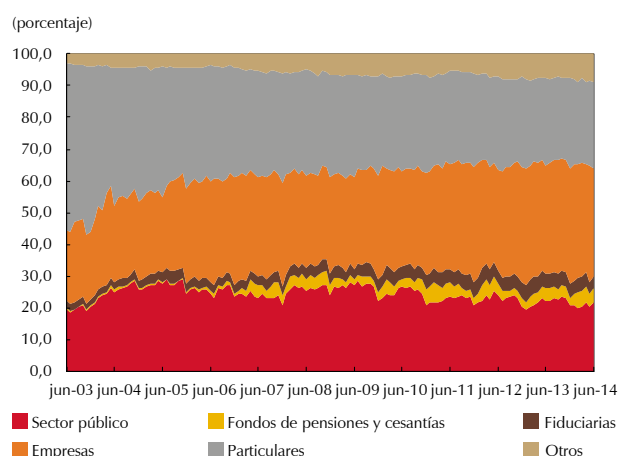
Al comparar las participaciones de los diferentes sectores observadas en junio de 2014 con el promedio histórico y con los datos de un año atrás, se aprecia que la participación de los depósitos provenientes de empresas privadas y de los fondos de pensiones y cesantías han aumentado, al tiempo que la exposición a las fiduciarias ha disminuido. En cuanto a la exposición al sector público, se encuentra que esta

Gráfico 79
Participación por sector en las captaciones de los EC

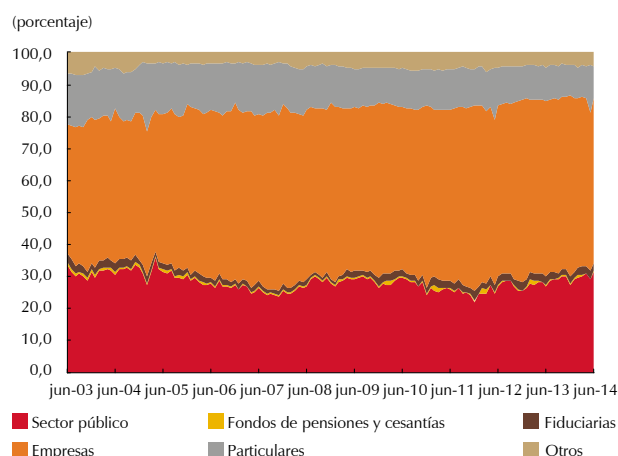
A. CDT



B. Cuentas de ahorro



C. Cuentas corrientes



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

aumentó con respecto a la presentada un año antes, pero registra un valor menor al promedio histórico.

Por modalidad de captación, se encuentra que la tenencia de CDT está concentrada principalmente en empresas y particulares, al tiempo que se observa una sustitución en las participaciones de los segundos hacia las primeras durante los últimos diez años (Gráfico 79, panel A). Asimismo, en las cuentas de ahorro estos dos sectores son los que tienen contribuciones más representativas, observándose a la vez una sustitución entre ambos menos acentuada que en el caso de los CDT (Gráfico 79, panel B). Finalmente, en el caso de las cuentas corrientes se evidencia una preponderancia por parte de las empresas que se ha mantenido durante la última década (Gráfico 79, panel C).

El comportamiento histórico de estos depósitos indica que los que pueden presentar retiros de mayor magnitud son aquellos provenientes del sector público, en particular los de empresas públicas de seguridad social, cuyo máximo porcentaje de retiros mensual alcanza un 66,6% de sus depósitos, aunque la exposición de los EC a este sector es muy baja. Los recursos de las sociedades fiduciarias y de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías también muestran una alta volatilidad, mientras que los provenientes de empresas y particulares son más estables. Esto puede deberse a que en estos sectores la concentración de depósitos por agente es menor, por lo que es menos probable encontrar escenarios masivos de retiros.

Cabe resaltar que, a pesar de que las empresas públicas de seguridad social son las que presentan el máximo porcentaje de retiros histórico, en junio de 2014 registraron un incremento en los depósitos de 27%. Por su parte, las empresas públicas no financieras son las que muestran el máximo porcentaje de retiros mensuales promedio (20,8%), aunque a junio de 2014 exhibieron un aumento en los depósitos de 20,5%.

Concentración de los depósitos en los principales clientes

Complementario al análisis anterior, es importante analizar la participación de los principales clientes en

el total de depósitos (cuentas corrientes, de ahorros y CDT). Aunque los CDT tienen un vencimiento contractual, la no renovación de los mismos por parte de un cliente principal podría tener un efecto importante sobre la liquidez de las entidades. Para realizar este análisis se utiliza la información que los EC reportan a la SFC sobre los clientes que cumplen alguna de las siguientes condiciones: 1) hace parte de los cincuenta principales clientes de la entidad, 2) es un FIC o 3) es vigilado por la SFC¹⁴⁴.

El Cuadro 24 presenta el número promedio de clientes principales de cada uno de los grupos de intermediarios financieros y la participación de sus depósitos en el total. Asimismo, muestra las entidades con mayor y menor concentración por número de clientes y por participación de los principales clientes en el total de captaciones. A junio de 2014 los bancos exhiben una alta concentración de los depósitos en un número reducido de entidades: en promedio un banco cuenta con 163 clientes principales, cuyos depósitos corresponden al 54,3% del total. En comparación con lo observado en junio de 2013, se observa un menor número promedio de clientes principales, con una mayor participación promedio en el monto de depósitos. Las CF, por su parte, registraron un número promedio de clientes similar al de hace un año, pero con una concentración promedio mayor. Por último, las CFC y las cooperativas no mostraron cambios importantes en el número de clientes principales ni en su participación promedio en las captaciones. En resumen, mientras los bancos y las CF presentaron aumentos en la concentración de sus captaciones en los principales clientes en el último año, las CFC y las cooperativas no tuvieron variaciones significativas.

Ejercicio de sensibilidad

En esta sección se desarrolla un ejercicio de sensibilidad sobre el indicador de liquidez IRL_R , donde se incorporan varios elementos propios de una situación de poca liquidez en el mercado. El escenario supuesto en esta sección es poco probable; sin embargo, en los escenarios de crisis es posible que las fuentes de fondeo reduzcan su disponibilidad y las condiciones de liquidación de los activos de los EC sean más adversas.

El Comité de Basilea propone algunos elementos que deben ser tenidos en cuenta en un escenario de estrés para evaluar el riesgo de liquidez de fondeo, los cuales se presentan en el Cuadro 25.

Algunos de estos elementos están incluidos dentro del cálculo del indicador, ya que se aplican diferentes deducciones a las variables que lo componen¹⁴⁵, las

144 Esta información corresponde a la reportada en el formato 474 (“Relación de clientes principales de captación”) de la SFC.

145 Dentro de las deducciones que se incluyen para el cálculo del IRL_R están: un factor de retiro de depósitos, un porcentaje de renovación de CDT, un *haircut* a los activos líquidos, entre otros.

Cuadro 24
Concentración de las captaciones por clientes principales y por monto

Entidad		Jun-13		Jun-14	
		Participación monto	Número de clientes principales	Participación monto	Número de clientes principales
Bancos	Entidad con menor concentración por participación en el monto	21,9	140	19,2	140
	Entidad con mayor concentración por participación en el monto	88,3	100	100	46
	Entidad con menor concentración por número de clientes	382	43,2	39,9	376
	Entidad con mayor concentración por número de clientes	100	88,3	100	46
	Promedio	52,8	173	54,3	163
Corporaciones financieras	Entidad con menor concentración por participación en el monto	96,3	171	97,3	165
	Entidad con mayor concentración por participación en el monto	100	1	100	1
	Entidad con menor concentración por número de clientes	96,3	171	97,3	165
	Entidad con mayor concentración por número de clientes	100	1	100	1
	Promedio	59,0	35	79,5	38
Compañías de financiamiento	Entidad con menor concentración por participación en el monto	26,0	50	17,5	97
	Entidad con mayor concentración por participación en el monto	99,8	50	100	49
	Entidad con menor concentración por número de clientes	32,8	132	38,2	132
	Entidad con mayor concentración por número de clientes	26,0	50	100	49
	Promedio	47,2	68	44,1	68
Cooperativas	Entidad con menor concentración por participación en el monto	12,0	98	10,7	97
	Entidad con mayor concentración por participación en el monto	38,5	97	30,7	101
	Entidad con menor concentración por número de clientes	28,4	104	30,7	101
	Entidad con mayor concentración por número de clientes	16,1	96	12,5	94
	Promedio	24,1	99	21,0	98

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

cuales buscan simular un escenario estresado. Sin embargo, algunos de estos descuentos no corresponden a un máximo histórico, sino que se calculan con base en la información reportada por la entidad cada semana. Por tanto, es relevante construir un escenario de sensibilidad adicional que permita determinar si los EC pueden soportar una situación de mayor estrés en términos de riesgo de liquidez y seguir presentando los niveles requeridos por la regulación.

Cuadro 25
Elementos del ejercicio de sensibilidad (Comité de Basilea)

Choque
Retiro de una proporción importante de depósitos.
Pérdida parcial de la capacidad de fondearse mediante operaciones colateralizadas y por intermedio del mercado interbancario.
Aumento en el flujo de egresos contractuales que puede surgir de una baja en la confianza del público hacia la entidad.
Aumento en la volatilidad del mercado que pueda afectar la calidad del colateral, por lo que se aplican mayores haircuts a los títulos.
Mayor uso de créditos preaprobados por parte de los clientes.

Fuente: Comité de Basilea III (2010), International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring, Bank for International Settlements, diciembre).

En este ejercicio se utiliza el indicador de liquidez IRL_R calculado para el horizonte de treinta días para los bancos, las CFC, las cooperativas financieras y las CF. El indicador de liquidez estresado para estos grupos de entidades se construye utilizando el percentil 80 de la distribución histórica de todas las entidades para cada rubro desde 2009, en el caso de los bancos, y desde 2011 para los demás tipos de intermediarios¹⁴⁶. En el Cuadro 26 se presenta el choque a cada rubro.

El choque al porcentaje de renovación de CDT genera un aumento de los egresos de las entidades, al no poder contar con dichos depósitos en cada horizonte de tiempo. A su vez, se incluye un choque sobre los egresos no contractuales que componen el IRL_R , el cual se construye aplicando el porcentaje de retiros estresado para cada grupo de intermediarios.

Por su parte, el aumento en el *haircut* aplicado sobre los activos líquidos indica una menor capacidad para obtener liquidez en el corto plazo. Finalmente, el

Cuadro 26
Choques empleados en el escenario de estrés sobre el indicador IRL a treinta días

Variable	Bancos		CFC		CF		Cooperativas	
	Valor estresado a julio de 2014	Valor de la mediana aplicada en el IRL	Valor estresado a julio de 2014	Valor de la mediana aplicada en el IRL	Valor estresado a julio de 2014	Valor de la mediana aplicada en el IRL	Valor estresado a julio de 2014	Valor de la mediana aplicada en el IRL
Porcentaje de renovación de CDT	10,9	46,2	0	58,3	0	0,0	50,08	70,3
Deducción aplicada a activos líquidos en moneda legal	14,1	9,2	17,4	8,1	14,5	6,6	48,7	20,0
IM reportado en cada semana ^{a/}	6,1	3,9	5,6	3,2	0	0,0	6,6	5,0
Retiro de depósitos	18,1	11,7	16,7	7,3	61,8	0,0	15	10,0

a/ Adicional al aumento en el IM se supone que los ingresos por cartera se disminuyen en una proporción igual al IM, mientras que en el escenario original estos solo se reducen el 50% de dicho valor.

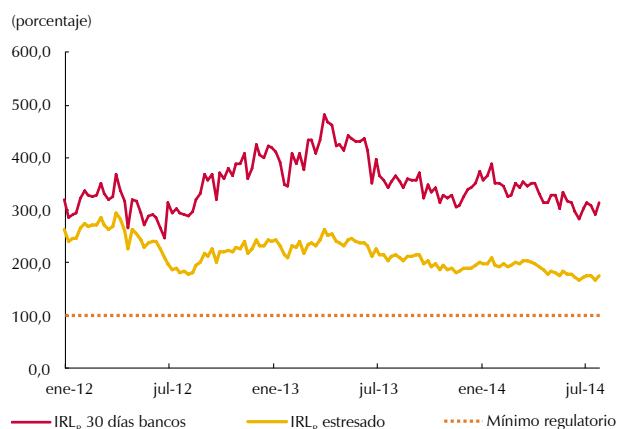
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

146 En el caso del porcentaje de renovación de CDT, se toma el percentil 20, ya que menores valores de este rubro indican un escenario de liquidez más adverso para las entidades.

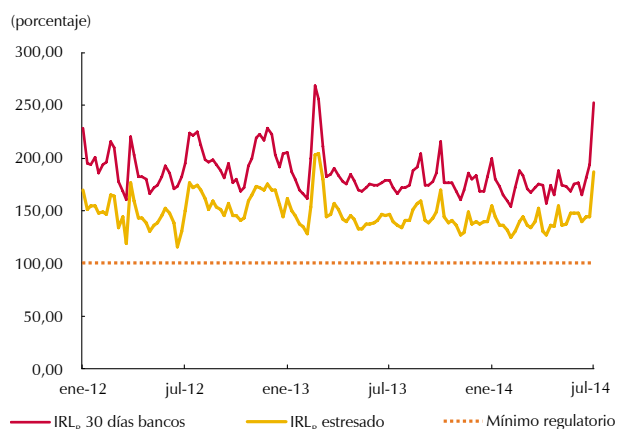
incremento en el indicador de la cartera en mora supone menores ingresos provenientes del recaudo de cartera¹⁴⁷.

Gráfico 80
Ejercicio de sensibilidad sobre el IRL_R a treinta días

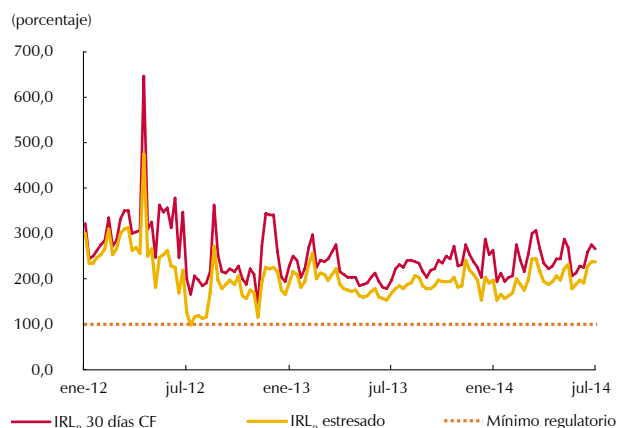
A. Bancos



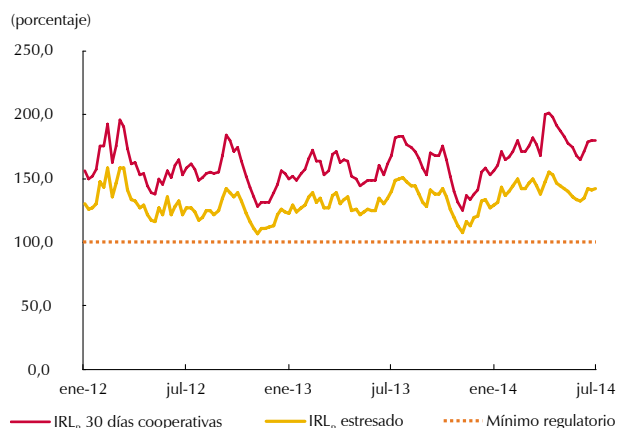
B. Compañías de financiamiento comercial



C. Corporaciones financieras



D. Cooperativas financieras



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En el Gráfico 80 (panel A) se presenta el indicador de liquidez estresado de las entidades bancarias calculado para el horizonte de treinta días. Entre julio de 2013 y julio de 2014 la diferencia promedio entre el indicador inicial y el estresado fue de 142,3 pp. Sin embargo, durante dicho período este último presenta valores superiores al umbral exigido por la regulación, lo que sugiere que los niveles de liquidez de los bancos les permitirían atender sus obligaciones financieras, incluso en condiciones de fondeo más adversas.

147 En el indicador de liquidez definido por la Superintendencia Financiera de Colombia, a los recursos provenientes de la cartera se les debe aplicar una deducción que corresponde a 0,5 veces el indicador de mora observado. En el ejercicio de estrés, por su parte, se aplica una deducción equivalente al indicador de mora.

Por otro lado, al aplicar los choques al resto de intermediarios financieros, se encuentra que la diferencia promedio entre el indicador inicial y el estresado es de 36 pp para las CFC, 44 pp para el caso de las CF y 31 pp para las cooperativas financieras. Cabe resaltar que a julio de 2014 ningún grupo de estas entidades presentaría un nivel por debajo del mínimo regulatorio.

D. ANÁLISIS CONJUNTO DE RIESGOS

El análisis de los distintos riesgos que enfrenta el sistema financiero, presentado en las secciones anteriores de este capítulo, permite hacer un diagnóstico individual del estado de cada una de las dimensiones de riesgo estudiadas. Sin embargo, en términos de estabilidad financiera es importante complementar este tipo de análisis con herramientas que permitan evaluar, de manera conjunta, la exposición al riesgo y vulnerabilidad del sistema financiero. En esta sección se incluyen tres indicadores de riesgo contruidos con dicho propósito. El primero de ellos pronostica posibles situaciones futuras de vulnerabilidad en los bancos; el segundo provee una medición del nivel de estrés contemporáneo del sistema financiero como un todo, y el tercero presenta la situación de los establecimientos crediticios ante la materialización de los distintos riesgos que se enfrentan.

1. Indicador de fragilidad financiera¹⁴⁸

Este indicador utiliza un conjunto amplio de variables relacionadas con el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, la rentabilidad y la solvencia^{149, 150} de los bancos comerciales. Adicionalmente, en este indicador se analizan de manera especial las diversas fuentes de fondeo de los intermediarios, pues de ellas se extrae información que sirve para valorar de manera complementaria la fragilidad de estas entidades financieras. En particular, la composición de los pasivos de los intermediarios proporciona información relevante sobre la forma como se fondean las entidades durante los auges y sobre las posibles vulnerabilidades a que se exponen ante la reversión del ciclo¹⁵¹.

148 Para mayor información sobre el indicador de fragilidad financiera y la metodología empleada para su construcción, véase Guarín, A. y Lozano, I. (2014). “Fragilidad bancaria en Colombia: un análisis basado en las hojas de balance”, Borradores de Economía, núm. 813, Banco de la República.

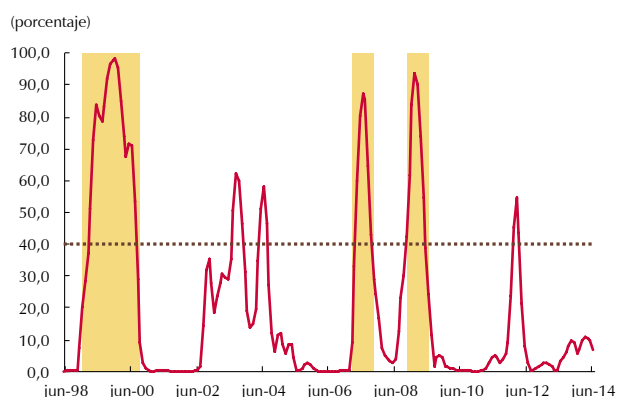
149 Los cuatro riesgos son medidos con los siguientes indicadores: 1) Riesgo de crédito: razón entre los préstamos vencidos y la cartera total (IM) y razón entre los préstamos improductivos y la cartera total; 2) Riesgo de liquidez: razón de depósitos a préstamos brutos y razón de pasivos no cubiertos (RPNC); 3) Indicadores de rentabilidad: utilidad sobre activos (ROA) y utilidad sobre patrimonio (ROE), y 4) Indicador de solvencia y apalancamiento.

150 Cabe recalcar que no se incluye una dimensión de riesgo de mercado por falta de información disponible en el periodo de análisis.

151 Véase, entre otros: Damar, H., M. C. y Y. Terajima (2010). “Leverage, Balance Sheet Size and Wholesale Funding”, working paper núm. 39, Bank of Canada; Hahm, J., H. Shin, y K. Shin (2012). “Non-Core Bank Liabilities and Financial Vulnerability”, working paper, núm. 18428, National Bureau of Economic Research; Hahm, J. H., M. F. S. H. y K. Shin (2012). “Macroprudential Policies in

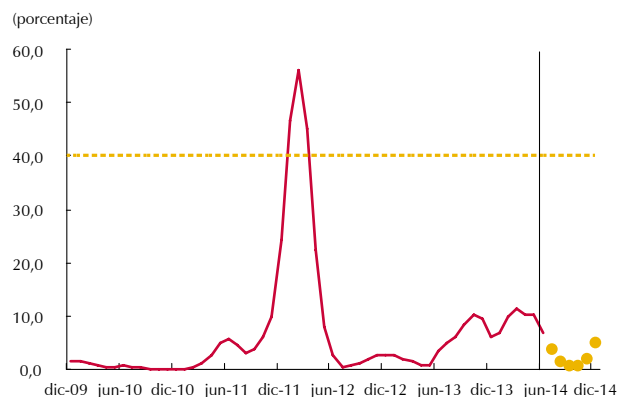
En este análisis un episodio de fragilidad se entiende como un período excepcional de riesgo que enfrenta el sistema, que lo deja expuesto a choques adversos y por tanto requiere, además de un seguimiento estricto, la toma de acciones por parte de las autoridades para evitar posibles situaciones de crisis. El modelo utilizado en esta sección permite calcular la probabilidad de que el sistema bancario se encuentre en un episodio de fragilidad, tanto de manera contemporánea, como en un horizonte de corto plazo (seis meses adelante).

Gráfico 81
Fragilidad financiera estimada (sector bancario)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 82
Predicción de la probabilidad de fragilidad financiera



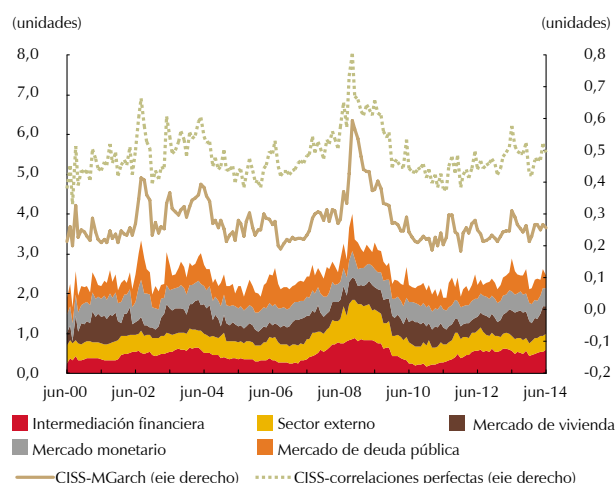
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Los resultados principales se presentan en el Gráfico 81. La línea sólida representa la estimación mensual de la probabilidad de estar en una situación de fragilidad financiera, mientras las áreas amarillas corresponden a los períodos de fragilidad identificados en la primera etapa del ejercicio; la línea punteada representa el umbral a partir del cual se definen los episodios de vulnerabilidad. Como se puede observar, el modelo presenta un buen ajuste a los períodos de fragilidad identificados a partir del comportamiento de las variables de riesgo. Adicionalmente, se observa que, con información a junio de 2014, la probabilidad de estar en un episodio de fragilidad es del 6,8%, valor que se encuentra por debajo del umbral definido (40%).

Por último, el ejercicio propuesto en este trabajo puede ser utilizado para predecir la probabilidad de estar en un episodio de fragilidad financiera en el corto plazo. El Gráfico 82 presenta los resultados del pronóstico con la información disponible hasta junio de 2014. La predicción directa se realiza para un horizonte de uno hasta seis meses después de dicha fecha de corte, de manera que cada uno de los puntos del lado derecho del gráfico constituye un pronóstico con la información disponible a junio. Como puede observarse, el modelo predice que durante los próximos seis meses (es decir, hasta diciembre de 2014), la probabilidad de que el sistema bancario se encuentre en una situación de fragilidad es inferior al umbral, con lo cual para ese horizonte de pronóstico se espera que el sistema exhiba un buen desempeño en términos de estabilidad financiera.

Open Emerging Economies”, working papers, núm. 17780; Huang, R. y L. Ratnovski (2010). “The Dark Side of Bank Wholesale Funding”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 20, núm. 2, pp. 248-263, y Shin, H. y K. Shin (2011). “Procyclicality and Monetary Aggregates”, working paper, núm. 16836, National Bureau of Economic Research.

Gráfico 83
Índice de riesgo sistémico



Fuente: Bloomberg, FED, DNP, Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Indicador de riesgo sistémico¹⁵²

El indicador de riesgo sistémico (CISS, por su sigla en inglés) es un índice agregado mensual que condensa información importante de las principales actividades y mercados que conforman el sistema financiero: la intermediación financiera, el mercado de vivienda, el mercado de deuda pública, el sector externo y el mercado monetario (para mayor detalle véase Recuadro 5, p. 136). Con este indicador es posible medir el grado de volatilidad o de desbalance, o ambos, que presentan dichos mercados tanto de manera individual como conjunta.

En el Gráfico 83 se presenta el CISS con sus respectivos componentes; la línea sólida muestra el nivel de riesgo sistémico actual, mientras que la línea punteada representa un escenario extremo en el que existe un contagio perfecto (correlaciones igual a uno) entre los distintos sectores¹⁵³. Por su parte, las áreas en la parte inferior del Gráfico 83 muestran la dinámica individual de los cinco componentes que conforman el índice.

La evolución del indicador muestra que el período de mayor riesgo sistémico se registró entre finales de 2008 y 2009. Al analizar los componentes durante este lapso, se puede apreciar que el sector de intermediación financiera, el sector externo y el mercado de deuda pública fueron los que presentaron los mayores incrementos.

La distancia entre la línea sólida y la punteada también brinda información sobre el contagio existente entre los distintos sectores, lo cual es importante a la hora de identificar periodos de riesgo sistémico. En este modelo un evento sistémico se caracteriza por altos niveles del indicador junto a altos niveles de correlación entre las dimensiones. Por ejemplo, en el pico de riesgo sistémico de 2008 el CISS (línea sólida) se acerca mucho al promedio simple (línea punteada), lo que significa que en ese período los mercados presentaban una correlación muy alta y por tanto el riesgo sistémico era mayor. Por otro lado, en la segunda mitad de 2002, aunque el promedio simple muestra un pico importante, este no es considerado un período de estrés sistémico porque el CISS no crece en la misma medida, debido a que la correlación de los mercados no era tan alta. Lo anterior se debe a que mientras en

152 Para mayor información sobre el indicador de riesgo sistémico ver: Cabrera, Hurtado, Morales & Rojas (2014). “A Composite Indicator of Systemic Risk (CISS) for Colombia”, *Borradores de Economía*, No. 826, Banco de la República. Junio 2014. También puede consultar el mismo artículo en *Temas de Estabilidad Financiera No. 80*, Banco de la República.

153 Suponer correlaciones perfectas es equivalente a calcular el promedio simple de los cinco subíndices. Esta situación de contagio podría ocurrir en periodos de estrés simultáneo en los sectores estudiados.

ese período había estrés en los mercados de deuda pública y en el monetario, los otros sectores se mantuvieron estables.

En cuanto al comportamiento reciente del CISS, se observa que a junio de 2014 se registró una disminución de 5 pb en el indicador con respecto a junio de 2013, comportamiento que se explica principalmente por la disminución de 49 pb en el subíndice del mercado de deuda pública. En cuanto a la correlación entre las dimensiones, esta se encuentra en niveles relativamente bajos, pues si se analiza la distancia entre el CISS y la línea punteada, se observa que la brecha se ha mantenido.

3. Índice de estabilidad financiera¹⁵⁴

Para realizar un análisis de la materialización de los riesgos en el balance de los intermediarios financieros, se presenta el índice de estabilidad financiera para Colombia (IEFI), el cual logra determinar el nivel de estrés contemporáneo de los establecimientos de crédito tanto de manera global como por tipo de instituciones (bancos, CFC y cooperativas financieras), lo que permite generar un diagnóstico de la estabilidad financiera de Colombia. El índice se calcula con una frecuencia mensual y tiene en cuenta consideraciones de rentabilidad y probabilidad de incumplimiento¹⁵⁵.

Para la construcción del IEFI se utilizan razones de capital, rentabilidad, riesgo de crédito y de liquidez de los intermediarios financieros. Las variables seleccionadas para conformar el índice¹⁵⁶ son: utilidad antes de impuestos sobre activo promedio de los últimos doce meses (ROA), utilidad antes de impuestos sobre patrimonio promedio de los últimos doce meses (ROE), el indicador de mora (IM), cartera improductiva sobre cartera total (CI), margen de intermediación (MI), pasivos líquidos sobre activos líquidos (PL/AL), fondos interbancarios¹⁵⁷ sobre activos líquidos (FI/AL) y la razón de pasivos no cubiertos (RPNC)¹⁵⁸.

154 Para mayor información sobre la metodología de cálculo del índice véase Morales y Estrada (2010), “A Financial Stability Index for Colombia”, *Annals of Finance*, mayo de 2010.

155 Como lo sugiere el documento de O. Aspachs; C. A. E. Goodhart; M. Segoviano; D. P. Tsomocos; L. Zicchino (2006). “Searching for a Metric for Financial Stability”, LSE Financial Markets Group Special Paper Series, núm. 167.

156 Estas variables se ponderan mediante distintos métodos sugeridos por la literatura internacional, tales como el de igualdad de varianza, componentes principales y modelos para datos de conteo. En este reporte se presentan los resultados del cálculo mediante la metodología de igualdad de varianza, dado que el comportamiento del índice es similar utilizando los tres métodos mencionados. En esta técnica se estandarizan las variables para expresarlas en una misma unidad y luego agregarlas usando ponderadores idénticos.

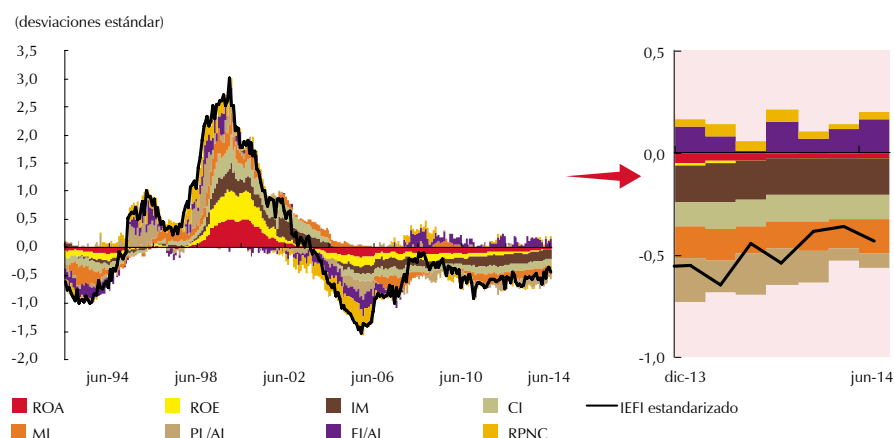
157 Estos fondos interbancarios corresponden con lo reportado por las entidades en la cuenta PUC 12, en la cual se registran las posiciones activas en operaciones del mercado monetario y relacionadas.

158 Esta razón busca medir el faltante de recursos líquidos que las entidades financieras podrían enfrentar como consecuencia de su actividad de transformación de plazos. Para su cálculo se tienen en cuenta los pasivos líquidos, las inversiones negociables y disponibles para la venta y los activos

Vale la pena resaltar que todas las variables que conforman el indicador fueron estandarizadas, facilitando así su interpretación. De esta forma, el nivel de estrés del período actual puede ser comparado con el histórico en términos de desviaciones de la media. Los valores del índice mayores a cero equivalen a períodos de estrés financiero superiores al promedio, mientras que valores negativos indican períodos de mayor estabilidad. Asimismo, un comportamiento creciente o decreciente del índice durante un lapso determinado también provee información útil acerca de la evolución del nivel de estrés en el tiempo.

En el Gráfico 84 se observa que el IEFI agregado de los establecimientos de crédito aumentó entre diciembre de 2013 y junio de 2014, debido principalmente a la menor liquidez reflejada en los incrementos de las razones de PL/AL y FI/AL¹⁵⁹. Cabe resaltar que desde mediados del año 2003 el índice ha venido registrando valores negativos, lo que sugiere que los niveles de estrés del sistema han permanecido bajos. Adicionalmente, es importante mencionar que los únicos factores que presentan valores positivos en los períodos más recientes son los asociados con el riesgo de liquidez (FI/AL y RPNC).

Gráfico 84
Índice de estabilidad financiera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En el Gráfico 85 se muestra el índice calculado para los distintos tipos de establecimientos de crédito. Durante el primer semestre de 2014 el nivel de estrés financiero aumentó para los bancos y las CFC, y se mantuvo estable para las cooperativas financieras. En el caso de los bancos, el indicador se acercó más a

líquidos y totales. Para mayor información véase la edición de marzo de 2010 del *Reporte de Estabilidad Financiera*, en la sección de riesgo de liquidez.

159 Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 las razones de PL/AL y FI/AL pasaron de 19,4% y 13,7% a 23,7% y 15,7%, respectivamente. Estos incrementos ocurrieron porque durante dicho período los activos líquidos empezaron a registrar tasas negativas de expansión (-12,8% en junio de 2014 frente a 9,8% en diciembre de 2013), debido al decrecimiento presentado por el saldo de las inversiones negociables en títulos de deuda pública.

cero debido a los mayores niveles registrados por las razones de PL/AL y FI/AL¹⁶⁰; mientras que para las CFC el índice se incrementó por una RPNC más alta¹⁶¹. Vale la pena resaltar que para los bancos el indicador ha venido mostrando una tendencia creciente desde inicios de 2013.

Por tanto, el análisis conjunto de riesgos apunta a que actualmente la situación del sistema financiero es favorable. Por una parte, el análisis prospectivo de posibles situaciones de fragilidad en el sistema bancario sugiere que la probabilidad de experimentar una situación excepcional de riesgo, que implique exponer el sector a choques adversos, es baja y significativamente inferior al umbral mínimo a partir del cual la probabilidad estimada se considera relevante. Adicionalmente, los resultados del CISS confirman que en la actualidad tanto el nivel de estrés sistémico del sistema financiero se encuentra en niveles relativamente bajos (inferiores al promedio de los últimos diez años y al nivel promedio en 2013), como también lo está la correlación entre las dimensiones de riesgo. Lo anterior es particularmente relevante toda vez que dichas correlaciones tienden a incrementar en periodos de estrés sistémico.

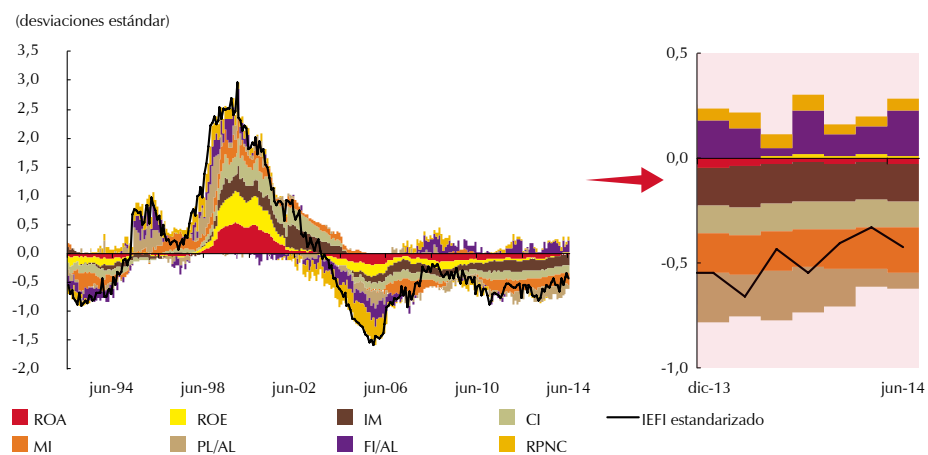
Por último, los resultados del IEFI señalan un empeoramiento en la situación del sistema financiero como resultado de un deterioro de algunos indicadores de liquidez; sin embargo, el índice agregado permanece en niveles inferiores al promedio histórico. Dado lo anterior, resulta importante mantener un continuo monitoreo de los distintos indicadores aquí propuestos, con el fin de identificar tendencias y fuentes de vulnerabilidad que puedan afectar la estabilidad del sistema.

¹⁶⁰ Entre diciembre de 2013 y junio de 2014 las razones de PL/AL y FI/AL pasaron de 14,2% y 15,2% a 19,4% y 17,3%, respectivamente. Esta dinámica se presenta porque los activos líquidos de los bancos decrecieron a una tasa nominal anual de 15,4% en junio de 2014, mientras seis meses atrás crecían a una de 10,2%. Lo anterior se explica por el decrecimiento presentado en el saldo de las inversiones negociables en títulos de deuda pública de estas entidades.

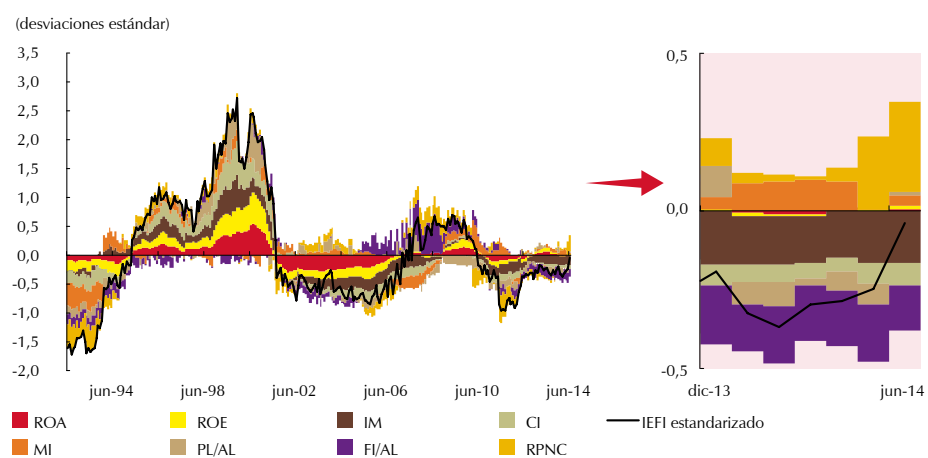
¹⁶¹ La RPNC de las CFC pasó de registrar un valor de -4,4% en diciembre de 2013 a exhibir uno positivo de 3,6% seis meses después. Lo anterior se explica por el incremento de los pasivos transitorios de estas entidades, cuya dinámica estuvo determinada por el aumento de los depósitos y exigibilidades, que pasaron de crecer 18% nominal anual a 34,0% durante el primer semestre de 2014.

Gráfico 85
Índice de estabilidad financiera por tipo de entidad

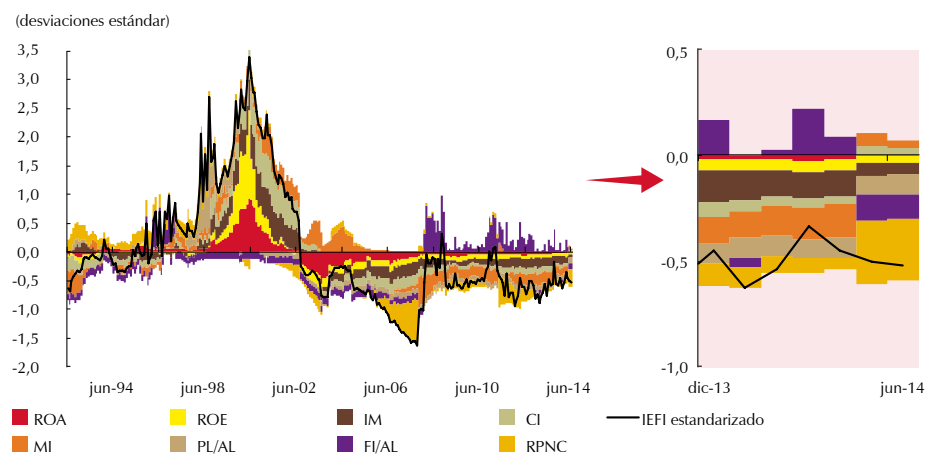
A. Bancos



B. CFC



C. Cooperativas



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Recuadro 5

INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO PARA LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Wilmar Alexander Cabrera
Jorge Luis Hurtado
Miguel Ángel Morales
Juan Sebastián Rojas*

Una de las principales lecciones de la crisis financiera global de 2008, tanto para las autoridades económicas como para la academia, es la importancia de hacer una correcta identificación y monitoreo del riesgo sistémico que enfrenta una economía. Este se entiende, siguiendo la definición del FMI, BIS y FSB (2009), como el riesgo de la ruptura en los servicios financieros ocasionada por el mal funcionamiento parcial o total del sistema financiero y que podría tener consecuencias importantes en el sector real. Dada la amplitud de este concepto, el estudio de este riesgo implica hacer seguimiento a varios sectores cuyo comportamiento e interrelaciones puedan aumentar la vulnerabilidad del sistema como un todo.

En Colombia se han desarrollado múltiples estudios que buscan cuantificar la contribución de un sector en particular a la vulnerabilidad del sistema¹ o cuyo fin es identificar qué entidades son sistémicamente importantes². Sin embargo, aún no existe un indicador que ofrezca una medida conjunta de la acumulación del riesgo sistémico en la economía colombiana. Este tipo de indicadores ya ha sido desarrollado, entre otros, por Mikhail *et al.* (2011) para los Estados Unidos; Hollo *et al.* (2012) para la Unión Europea; Milwood (2012) para Jamaica; Louzis y Vouldis (2013) para Grecia, y Kota y Saqe (2013) para Albania, y también ha sido presentado en algunos reportes de estabilidad financiera, como los de España y México.

Por tanto, en este recuadro se describe la construcción de un indicador de riesgo sistémico (CISS, por su sigla en inglés) para Colombia, el cual sigue la metodología propuesta por Louzis y Vouldis (2013) y que busca capturar la dinámica y las interrelaciones existentes entre cinco dimensiones que se identificaron como relevantes, dada su contribución al riesgo

del sistema en períodos de estrés³. Estas categorías son: intermediación financiera, mercado de vivienda, sector externo, y los mercados monetario y de deuda pública.

Para cada una de estas dimensiones se construye un subíndice que mide la acumulación de riesgo individual en estos sectores y que resulta de la agregación, mediante la metodología de componentes principales, de tres variables que recogen información mensual de balance o de mercado. Los indicadores que componen cada uno de estos subíndices fueron seleccionados teniendo en cuenta tanto la disponibilidad de series para el caso colombiano, como las consideraciones sugeridas por Holló *et al.* (2012) y Hakkio y Keeton (2009), sobre las características que deben reflejar los indicadores de estrés⁴. A continuación se listan las variables utilizadas:

1. Intermediación financiera
 - Brecha⁵ de crédito
 - Brecha de la cartera vencida
 - Crecimiento anual del margen de intermediación *ex post*
2. Mercado de vivienda:
 - Crecimiento anual de los precios de vivienda nueva
 - Brecha de la cartera vencida de vivienda
 - Brecha de créditos de vivienda
3. Sector externo:
 - Volatilidad del tipo de cambio
 - Brecha de la deuda externa de los intermediarios financieros
 - Índice de precios de los bienes básicos (*commodities*)

* Los autores son, en su orden, profesional especializado, profesional, profesional experto del Departamento de Estabilidad Financiera, y profesional del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Véase Cabrera *et al.* (2012b), Capera *et al.* (2013) y León *et al.* (2011).

2 Véase León *et al.* (2012), Cabrera *et al.* (2012a) y el recuadro “Entidades de importancia sistémica local (metodología BIS)” del *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2013.

3 Para mayor detalle sobre la construcción del CISS, así como de sus subíndices, véase Cabrera *et al.* (2014). “A Composite Indicator of Systemic Stress for Colombia”, en *Temas de Estabilidad Financiera* núm. 80 (2014).

4 Según los autores, un indicador de estrés financiero debe reflejar los siguientes síntomas: i) incertidumbre en cuanto al valor fundamental de los activos, ii) incertidumbre acerca del comportamiento de los inversionistas, iii) asimetrías de información, iv) reducciones en la tenencia de activos riesgosos (*flight to quality*) y v) reducciones en la tenencia de activos ilíquidos (*flight to liquidity*).

5 La brecha de crédito y de las demás variables está definida como la diferencia entre el nivel de la variable y su tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick y Prescott.

4. Mercado monetario:
 - *Spread* de los TES denominados en dólares a tres meses con respecto al bono del Tesoro de Estados Unidos a tres meses
 - Volatilidad de los TES a tres meses
 - *Spread* de la tasa interbancaria y la tasa de referencia
5. Mercado de deuda pública:
 - *Spread* de los TES denominados en dólares a diez años con respecto al bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años
 - Volatilidad del IDXTES (índice representativo del mercado de deuda pública interna)
 - Correlación entre los TES a diez años y el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC)

Una vez se construye cada uno de los cinco subíndices, estos se estandarizan con la función logística, que los transforma a una escala entre cero y uno, y se agregan en el CISS de forma tal que la correlación⁶ entre los mismos determina su ponderación en el índice agregado en cada período. De esta manera, el CISS resulta mayor en la medida en que se incrementa la interrelación de los mercados (correlación entre los subíndices), lo cual es deseable porque se da más peso a los períodos en los que se observa un estrés simultáneo en varios mercados. En la sección de análisis de riesgos conjuntos se presenta el indicador de riesgo sistémico con sus respectivos componentes.

Dada la disponibilidad de la información, el CISS se construyó para el período que comprende enero del año 2000 hasta junio de 2014, con una frecuencia mensual. La evolución del indicador muestra que el período de mayor riesgo sistémico fue entre finales de 2008 y 2009 durante la más reciente crisis financiera internacional. Por componentes, se puede apreciar que los subíndices del sector de intermediación financiera y el de mercado monetario presentaron los mayores incrementos durante ese período. No obstante, el resto de subíndices también crecieron, aunque en menor medida. Para este mismo período también se observa que las correlaciones entre los sectores se incrementaron, reflejando un posible contagio entre ellos. De esta manera, el seguimiento al estrés sistémico mediante el CISS es un acercamiento significativo para medir este tipo de riesgo que puede llevar a un choque importante tanto en el sector real como en el sector financiero.

Referencias

Blancher, N.; Mitra, S.; Morsy, H.; Otani, A.; Severo, T.; Valderrama, L. (2013). "Systemic Risk Monitoring (ISysMo")

- Toolkit2 A User Guide", working paper, núm. 13/168, Fondo Monetario Internacional.
- Cabrera, W.; Corredor-Waldrón, A.; Quicazán, C. A. (2012a). "Requerimientos Macropрудenciales de capital y riesgo sistémico: una aplicación para Colombia", *Temas de Estabilidad Financiera*, núm. 74, Banco de la República.
- Cabrera, W.; Melo, L. F.; Mendoza, J. C.; Téllez, S. (2012b). "Valor en riesgo condicional para el portafolio de deuda pública de las entidades financieras", *Temas de Estabilidad Financiera*, núm. 72, Banco de la República.
- Cabrera, W.; Hurtado, J.; Morales, M.; Rojas, S. (2014). "A Composite Indicator of Systemic Stress for Colombia", *Temas de Estabilidad Financiera*, núm. 80, Banco de la República..
- Capera, L.; González, E. G.; Quintero, M. L.; Morales, M. (2013). "Measuring Systemic Risk in the Colombian Financial System: A Systemic Contingent Claims Approach", *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, vol. 6, núm. 3, pp. 253-279.
- Hakkio, C. S.; Keeton, W. R. (2009). "Financial Stress: What is It, How Can it Be Measured, and Why Does it Matter?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, segundo trimestre.
- Hollo, D.; Kremer, M.; Lo Duca, M. (2012). "CISS-a Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System", working paper series, núm. 1426, Banco Central Europeo.
- Board, F. S.; International Monetary Fund; Bank for International Settlements (2009). "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations (background paper)", Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, octubre.
- Kota, V.; Saxe A. (2013). "A Financial Systemic Stress Index for Albania", working paper, núm. 03(42)-2013, Bank of Albania.
- León, C.; Machado, C. (2011). "Designing an Expert Knowledge-Based Systemic Importance Index for Financial Institutions", *Borradores de Economía*, núm. 669, Banco de la República.
- León, C.; Murcia, A. (2012). "Systemic Importance Index for Financial Institutions: a Principal Component Analysis Approach", *Borradores de Economía*, núm. 741, Banco de la República.
- Louzis, D. P.; Vouldis, A. T. (2013). A Financial Systemic Stress Index for Greece", working paper series, núm. 1563, Banco Central Europeo.
- Mikhail V. O.; Eiben, R.; Bianco, T.; Gramlich, D.; Ong, J. S. (2011). The Financial Stress Index: Identification of Systemic Risk Conditions", working paper, núm. 1130, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Milwood, T. (2012). "A Composite Indicator of Systemic Stress (CISS): The Case of Jamaica", working paper, Bank of Jamaica, noviembre.

6 La estimación de las correlaciones se realizó con un modelo DCC-MGarch.

Recuadro 6

IDENTIFICANDO SEÑALES DE ALERTA TEMPRANA PARA EL MERCADO MONETARIO EN COLOMBIA

Miguel Sarmiento
Jorge Cely*

El mercado monetario es una de las principales fuentes de fondeo de corto plazo para las entidades financieras, donde transan fondos generalmente con vencimiento a un día (*overnight*), con o sin colateral y por montos elevados. En la literatura se ha identificado que este mercado le permite a sus participantes mitigar los choques idiosincrásicos de liquidez (e. g.: por retiros inesperados de los depositantes) (Freixias et al., 2000; Carlin et al., 2007). Asimismo, el comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario ha sido una fuente tradicional para identificar no solo la transmisión de la política monetaria, sino también la presencia de disciplina de mercado y la toma de riesgos por parte de sus participantes (Freixias, et al., 2011; Gale y Yorulmazer, 2011).

En efecto, la identificación de la presencia de disciplina de mercado en el mercado monetario es un tema de suma relevancia, puesto que entidades de mayor tamaño pueden concentrar liquidez, afectando a las entidades pequeñas o nuevas en el mercado. Asimismo, entidades con mayor riesgo de crédito pueden estar siendo castigadas por sus pares en el mercado vía mayores tasas de interés, lo cual el regulador no logra observar con la información de balance. En efecto, las señales de alerta temprana se han utilizado como una aproximación para identificar evidencia de disciplina de mercado (Iori et al., 2012).

En Colombia desde 2010 el Banco de la República viene desarrollando un sistema de señales de alerta temprana para monitorear el comportamiento de las entidades participantes en el mercado interbancario y de repos con tal ente. Se ha logrado identificar entidades que toman recursos a un costo superior al del mercado, lo cual puede sugerir que están enfrentando problemas de liquidez que sus pares en el mercado logran identificar¹.

El objetivo del presente recuadro es presentar los resultados de la implementación de un sistema de señales de alerta temprana para el mercado monetario en Colombia, el cual permite identificar a las entidades que están tomando recursos a un costo relativamente superior al del mercado y con una frecuencia elevada. Debido a sus diferencias en operación y tipo de participantes, las señales se calculan para los tres principales mercados: interbancario, simultáneas mediante Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y simultáneas por medio del Mercado Electrónico Colombiano (MEC). Asimismo, se analizan las señales de alerta para los bancos comerciales, entidades que han aumentado su participación en el mercado de simultáneas.

1. Señales de alerta temprana para el mercado monetario

En la literatura se ha observado que en períodos de baja liquidez las entidades tienden a prestar menos fondos en el mercado no colateralizado, y cuando lo hacen cargan un mayor costo a las entidades con mayor riesgo de contraparte. Sin embargo, en períodos normales de liquidez también tienden a cobrar un mayor precio a las entidades más riesgosas, ejerciendo, de esta forma, disciplina de mercado basada en *peer monitoring* (King, 2008; Cocco et al., 2009). En los mercados colateralizados el costo de fondeo depende adicionalmente de las condiciones de liquidez del mercado y del riesgo de mercado asociado con el colateral (Angelini et al., 2011). En este contexto, identificar aquellas entidades que toman prestado fondos a tasas de interés relativamente superiores a las del mercado puede brindar una señal de alerta sobre los riesgos que está asumiendo la entidad (Iori et al., 2012).

Por tanto, aquellas entidades que tomaron prestado fondos a tasas elevadas en el mercado *over the counter* (OTC; e. g.: interbancario y MEC) estarían siendo “castigadas” por sus contrapartes, quienes perciben un mayor riesgo de crédito y, por ende, demandan una mayor compensación o *premium* por el riesgo que asumen al prestar los recursos. Por otra parte, en el mercado colateralizado y anónimo (SEN) las entidades no pueden identificar a sus contrapartes y, por consiguiente, el riesgo de contraparte se traslada al riesgo de mercado asociado con el colateral. En este mercado la condición de anonimidad les permite a sus participantes (creadores de mercado: CM) tomar prestado montos importantes para financiarse, lo cual puede estar ocultando un problema de liquidez que el mercado no puede identificar o, por el

* Los autores son profesionales expertos en Apoyos de Liquidez y Control de Riesgos del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 En Banco de la República (2011) se presenta un análisis de los resultados de las señales de alerta temprana para el mercado interbancario durante septiembre de 2011, donde se observó que algunas entidades presentaron señales de alerta, aunque con una baja frecuencia. Desde 2011 de forma mensual el banco central reporta al Comité de Coordinación y Seguimiento del Sistema Financiero los resultados de las señales de alerta

para el mercado interbancario y de repos con el Banco de la República.

contrario, un incentivo para tomar fondos y prestarlos a otros mercados donde pueden obtener un mayor rendimiento derivado del diferencial de tasas (e. g.: MEC o interbancario).

Con el fin de identificar el comportamiento de las entidades en el mercado monetario y la presencia de disciplina de mercado, se desarrolló un sistema de señales de alerta para cada mercado (interbancario, SEN y MEC), donde se identifican las entidades que han tomado recursos de sus contrapartes a tasas de interés relativamente superiores a las del mercado. En particular, se establecen tres niveles de alerta que se determinan con base en las desviaciones de la tasa de negociación observada del día frente a la media del mercado.

El sistema de señales de alerta se presenta en las ecuaciones (1) a (3), donde $I_{L,t}^j$ representa la tasa de interés promedio ponderada por monto que la entidad j pagó en el día t ; $I_{L,t}^M$ hace referencia a la tasa de interés del mercado en el día t para el total de entidades participantes (M), y $SDI I_{L,t}^M$ es la desviación estándar de la tasa de interés del mercado para el día t . La ecuación (1) representa el nivel I de alerta, donde la señal se activa cuando la tasa de interés de la entidad $I_{L,t}^j$ es superior a la tasa del mercado $I_{L,t}^M$ más una desviación estándar. En el nivel II (ecuación 2) la señal se activa cuando la tasa de interés de la entidad supere la tasa del mercado más 1,5 desviaciones estándar. En la ecuación (3) se presenta el nivel de alerta III, el cual se activa cuando la tasa de interés de la entidad supere el máximo valor entre la tasa de interés del mercado donde opera la entidad ($I_{L,t}^M$) más 2 desviaciones estándar y la tasa de interés de un mercado alternativo ($I_{L,t}^M$) más 2 desviaciones estándar. Para las señales del mercado interbancario, la tasa de interés del mercado alternativo corresponde a la tasa de referencia del banco central, mientras que para las señales del SEN y MEC el mercado alternativo es la tasa de interés del mercado interbancario (TIB). El objetivo de definir un mercado alternativo de comparación para el nivel III de alerta es relacionar el comportamiento de la tasa de interés frente a otros mercados del mercado monetario donde las entidades también toman recursos.

$$\text{Nivel I: } I_{L,t}^j > I_{L,t}^M + SDI I_{L,t}^M \quad (1)$$

$$\text{Nivel II: } I_{L,t}^j > I_{L,t}^M + (1,5 * SDI I_{L,t}^M) \quad (2)$$

$$\text{Nivel III: } I_{L,t}^j > \max (I_{L,t}^M + 2 * SDI I_{L,t}^M), (I_{L,t}^M + 2 * SDI I_{L,t}^M) \quad (3)$$

Cuadro R6.1

Sistema de señales de alerta temprana para el mercado monetario

Señal	INT		SEN		MEC	
	Tasa (porcentaje)	Diferencia promedio (pb)	Tasa (porcentaje)	Diferencia promedio (pb)	Tasa (porcentaje)	Diferencia promedio (pb)
Promedio	4,06	0,00	3,67	0,00	6,02	0,00
Nivel I	4,19	12,83	4,15	48,46	7,03	100,91
Nivel II	4,26	19,24	4,40	72,69	7,53	151,36
Nivel III	4,33	27,06	4,67	100,29	8,04	201,88

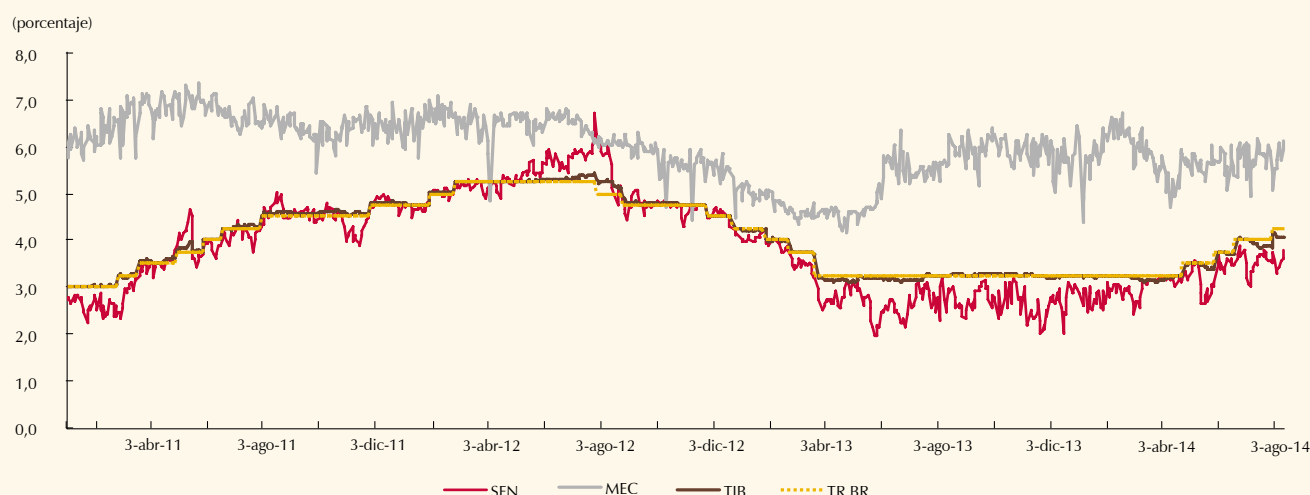
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

El sistema de señales de alerta se construye de forma individual para cada mercado: interbancario, SEN y MEC durante el período 03-01-2011 al 13-08-2014. Durante este lapso se registraron 884 días efectivos de negociación, en los cuales se presentaron 6.656 operaciones en el SEN, 21.575 en el MEC y 9.683 en el interbancario². Si bien en el SEN el número de operaciones es inferior, el valor de las mismas es superior al de los otros mercados³.

En el Cuadro R6.1 se presenta la tasa de interés promedio durante el período para cada mercado, así como las tasas de interés promedio para cada nivel de alerta. Se observa que la amplitud de los rangos entre niveles de alerta tiende a ser mayor en el MEC frente al SEN y al interbancario. En particular, el *spread* entre la tasa promedio del MEC y el nivel de alerta I es de 101 pb, mientras que esta diferencia en el SEN e interbancario fue de 48 pb y 13 pb, respectivamente. Para los niveles II y III el diferencial en el MEC aumenta en 50 pb, mientras que en el SEN e interbancario la brecha entre niveles aumenta en promedio 30 pb y 8 pb, respectivamente⁴. El diferencial entre las tasas de interés del SEN y el MEC se ha mantenido durante el período de estudio (Gráfico R6.1).

- Se realizó un ejercicio de robustez utilizando la desviación estándar durante los últimos cinco días y se encontró que los resultados no varían de forma importante.
- Durante el período de estudio el valor promedio diario de las operaciones simultáneas en el SEN fue de \$1,1 b, valor superior a las realizadas en el MEC (\$607 mm) y en el interbancario (\$492 mm).
- En la literatura se ha observado que el *spread* de cada entidad frente a la tasa promedio del mercado refleja el *premium* por el riesgo de crédito en mercados no colateralizados, mientras que en mercados colateralizados este *spread* incluye, además, el riesgo de liquidez y el de mercado asociados con el colateral (Schwarz, 2014).

Gráfico R6.1
Comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario *overnight* (2011-2014)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores.

2. Señales de alerta en el mercado interbancario

En el período de estudio se realizaron 9.683 operaciones en el mercado interbancario, donde participaron 46 entidades, principalmente bancos y corporaciones financieras. De las 2.810 operaciones realizadas en 2011 se observaron 302 señales, es decir, el 10,7% de las operaciones se realizaron a un costo superior al promedio del mercado, donde la mayoría se ubicaron en el nivel I y II de alerta con el 65% y 25%, respectivamente. En 2012 se registró un cambio en la composición de las señales para este mercado. Si bien el número total de alertas se redujo a 269 (10,3%), el 66% de estas (177) se presentó en el nivel III, lo cual sugiere un aumento considerable en el costo del fondeo para algunas entidades. Esta diferencia se acentuó en 2013 con el 87% de las señales en nivel III de alerta y en 2014 con el 84% (Cuadro R6.2).

En el Cuadro R6.3 se presentan los resultados del cálculo de las señales para los 21 bancos que participaron en el mercado interbancario durante el período de estudio. Este ejercicio se realiza con el fin de identificar el monitoreo en-

tre pares del mismo sector. Se observa que las primeras diez entidades concentran el 84% de las señales. Se destaca la 9, que presentó 166 señales durante el período, es decir, el 41% de las señales entre las principales diez entidades. Esta entidad registró 106 señales en el nivel III de alerta. Le siguen en su orden las entidades 7 y 4, las cuales también registran elevadas señales en el nivel III. La elevada frecuencia de señales en los tres niveles puede sugerir que esas entidades están presentando problemas recurrentes de liquidez y, por ende, están siendo sujetos de disciplina de mercado por sus pares en el mercado interbancario.

3. Señales de alerta en el mercado de simultáneas en el SEN

En el período de estudio se realizaron 6.656 operaciones simultáneas en el SEN, donde participaron 17 entidades a lo largo del período. En 2011 se observaron 117 señales, es decir el 7% de las operaciones se realizaron a un costo superior al promedio del mercado, donde la mayoría se ubicaron

Cuadro R6.2
Señales de alerta por nivel para el mercado interbancario

Nivel	2011		2012		2013		2014		2011-2014	
	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)
Nivel I	195	64,6	35	13,0	11	4,1	10	5,3	251	24,4
Nivel II	72	23,8	57	21,2	25	9,4	21	11,1	175	17,0
Nivel III	35	11,6	177	65,8	231	86,5	158	83,6	601	58,5
Total	302	100,0	269	100,0	267	100,0	189	100,0	1027	100,0
Total operaciones	2.810	10,7	2.729	9,9	2.656	10,1	1.488	12,7	9.683	10,6

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R6.3
Señales de alerta para los bancos en el mercado interbancario (2011-2014)

Entidad	Nivel I	Nivel II	Nivel III	Total
9	24	36	106	166
7	21	19	8	48
4	12	11	23	46
14	25	2	1	28
10	16	3	4	23
8	13	4	4	21
12	16	3	1	20
2	5	7	8	20
23	13	4	2	19
17	18	0	0	18
Total (10 entidades)	163	89	157	409
Participación porcentual (10 entidades)	78,0	82,4	91,8	83,8
Total (21 entidades)	209	108	171	488

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

en el nivel I con el 77%. En 2012 se registraron 133 señales, de las cuales el 80% se presentaron en el nivel I y el 18% en el nivel II. Esta tendencia continuó durante 2013 y 2014, aunque con un menor número de señales: 105 y 65, respectivamente (Cuadro R6.4).

El Cuadro R6.5 presenta los resultados del cálculo de las señales para los doce bancos que participaron en el SEN durante el período de estudio, siguiendo el mismo enfoque empleado para el mercado interbancario. Se observa que los diez bancos con mayores señales concentran el 99% de estas en el nivel I y el 100% en el nivel II. Se aprecia que para este grupo de entidades no se presentaron señales en el nivel III. Las entidades 10 y 17 exhibieron el mayor número de señales, de las cuales la mayoría se concentran en el nivel I. También, es claro que seis bancos registraron señales en el nivel de alerta II. En general, este resultado muestra que las entidades con elevada presencia de señales están

tomando de forma recurrente recursos a mayores tasas en el SEN, mercado donde sus contrapartes no las pueden identificar. Esto sugiere que pueden estar presentando situaciones transitorias de iliquidez o que están dispuestas a pagar más por su fondeo en este mercado, dado el menor costo frente al MEC, donde pueden explotar esa ventaja en costos, mitigando el riesgo de crédito usando el mismo tipo de colateral.

4. Señales de alerta en el mercado de simultáneas en el MEC

En el período de estudio se realizaron 21.575 operaciones simultáneas en el MEC con la participación de 73 entidades. El Cuadro R6.6 muestra que en 2011 se observaron 681 señales, lo que sugiere que el 10% de las operaciones se realizaron a un costo superior al promedio del mercado,

Cuadro R6.4
Señales de alerta por nivel para el mercado de simultáneas en el SEN

Nivel	2011		2012		2013		2014		2011-2014	
	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)
Nivel I	90	76,9	106	79,7	89	84,8	57	87,7	342	81,4
Nivel II	25	21,4	24	18,0	16	15,2	8	12,3	73	17,4
Nivel III	2	1,7	3	2,3	0	0,0	0	0,0	5	1,2
Total	117	100,0	133	100,0	105	100,0	65	100,0	420	100,0
Total operaciones	1.776	6,6	1.680	7,9	1.911	5,5	1.289	5,0	6.656	6,3

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R6.5
Señales de alerta para los bancos en el mercado de simultáneas del SEN (2011-2014)

Entidad	Nivel I	Nivel II	Nivel III	Total
10	59	2	0	61
17	36	4	0	40
18	34	2	0	36
7	22	2	0	24
8	21	1	0	22
3	21	0	0	21
22	18	0	0	18
11	17	0	0	17
21	17	0	0	17
14	11	1	0	12
Total (10 entidades)	256	12	0	268
Participación porcentual (10 entidades)	99,2	100,0	0,0	99,3
Total (12 entidades)	258	12	0	270

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Cuadro R6.6
Señales de alerta por nivel para el mercado de simultáneas en el MEC

Nivel	2011		2012		2013		2014		2011-2014	
	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)	Número	(porcentaje)
Nivel I	672	98,7	192	88,5	407	88,7	175	96,7	1446	94,0
Nivel II	8	1,2	13	6,0	43	9,4	6	3,3	70	4,6
Nivel III	1	0,1	12	5,5	9	2,0	0	0,0	22	1,4
Total	681	100,0	217	100,0	459	100,0	181	100,0	1538	100,0
Total operaciones	6.729	10,1	5.672	3,8	5.943	7,7	3.231	5,6	21.575	7,1

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

donde la mayoría se ubicaron en el nivel I (99%). En 2012 se registraron 217 señales, de las cuales el 88% se presentaron en el nivel I y el 9% en el nivel II. Para 2013 se presentaron 459 señales y en lo corrido de 2014 se registran 181 señales, principalmente en el nivel de alerta I.

El Cuadro R6.7 presenta los resultados para los 18 bancos que participaron en el MEC durante el período. Los diez bancos con mayores señales se concentran en los niveles de alerta I y II. Se destaca la entidad 18 con 82 señales durante el período, principalmente en el nivel I. A su vez, llama la atención la entidad 8, que registró ocho señales en el nivel II, siendo la de mayor frecuencia en ese nivel de alerta. De esta forma, se observa que, dado que la mayoría de estas operaciones son OTC, este grupo de entidades está tomando recursos en el MEC a un costo superior al de sus pares, lo que refleja que están siendo sujetos de disciplina de mercado por sus contrapartes.

5. Conclusiones

En este recuadro se presentaron los resultados de un sistema de señales de alerta temprana implementado en el banco central para monitorear el comportamiento de las entidades participantes en el mercado monetario. La evaluación se realizó de forma independiente para el mercado de operaciones simultáneas en el SEN y MEC, y para las operaciones no colateralizadas en el mercado interbancario, debido a las diferencias de operación en cada mercado. Estos tres mercados representan el 52% del mercado monetario cuando participa el Banco de la República y el 98% cuando no se incluye. Asimismo, se observó que los bancos han aumentado de forma importante su participación en las operaciones simultáneas del SEN y del MEC, y han reducido su actividad en el mercado interbancario.

Los resultados evidenciaron que existe un grupo de entidades con elevada frecuencia de señales de alerta en los

Cuadro R5.7
Señales de alerta para los bancos en el mercado de simultáneas del MEC

Entidad	Nivel I	Nivel II	Nivel III	Total
18	76	6	0	82
17	43	4	0	47
2	41	1	0	42
3	37	5	0	42
11	33	2	0	35
24	30	3	0	33
9	29	2	0	31
8	22	8	0	30
12	21	2	0	23
10	15	2	0	17
Total (10 entidades)	347	35	0	382
Participación porcentual (10 entidades)	90,1	87,5	0,0	89,9
Total (18 entidades)	385	40	0	425

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

tres mercados. En el mercado interbancario y en el MEC se puede inferir que esas entidades son sujetas de disciplina de mercado vía *peer monitoring*, dado que las entidades pueden identificar plenamente a sus contrapartes. Por el contrario, en el SEN, por ser un mercado anónimo, aquellas entidades con elevada presencia de señales pueden estar presentando problemas de liquidez o están dispuestas a pagar más por su fondeo en este mercado, dado el menor costo de fondeo frente al MEC, mercado donde pueden explotar esa ventaja mitigando el riesgo de crédito por el uso de colateral.

Al realizar el ejercicio de forma independiente para los bancos, se observó que varias entidades registran señales de alerta en los tres niveles en el mercado interbancario y en los niveles I y II en el mercado de simultáneas del SEN y del MEC. En general, se observa que las señales de alerta constituyen una herramienta oportuna para el monitoreo de las entidades participantes en el mercado monetario.

Referencias

- Acharya, V.; Merrouche, O. (2010). "Precautionary Hoarding of Liquidity and Inter-Bank Markets: Evidence from the Sub-prime Crisis" (unpublished), working paper, New York University y Banco Mundial.
- Angelini, P.; Nobili, A.; Picillo, M. C. (2011). "The Interbank Market after August 2007: What Has Changed and Why?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 43, núm. 5, pp. 923-958.
- Carlin, B.; Lobo, M.; Viswanathan, S. (2007). "Episodic Liquidity Crises: The Effect of Predatory and Cooperative Trading", *Journal of Finance*, núm. 62, pp. 2235-2274.
- Cocco, J. F.; Gomes, F.J.; Martins, N.C. (2009). "Lending Relationships in the Interbank Market", *Journal of Financial Intermediation*, núm. 18.
- Freixas, X.; Parigi, B.; Rochet, J. Ch. (2000). "Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central Bank", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, núm. 3, pp. 611-638.
- Freixas, X.; Martin, A.; Skeie, D. (2011). "Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy", *The Review of Financial Studies*, núm. 24, vol. 8, pp. 2656-2692.
- Gale, D.; Yorulmazer, T. (2011). "Liquidity Hoarding", Staff Reports, núm. 488, Federal Reserve Bank of New York, marzo.
- King, T. B. (2008) "Discipline and Liquidity in the Interbank Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 40, núm. 2, pp. 295-317.
- Iori, G.; Kapar, B.; Olmo, J. (2012). "The Cross-Section of Interbank Rates: A Nonparametric Empirical Investigation", Report núm. 12/03, City University London.

Recuadro 7

EFFECTO EN EL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO DE LA “SALIDA” DE UNA ENTIDAD

Wilmar Cabrera
Carlos Quicazán*

Cuantificar las posibles pérdidas que puede generar el impago (*default*) de una entidad sobre el resto de entidades en el sistema financiero es una herramienta de gran utilidad para identificar y monitorear entidades sistémicamente importantes y de mayor vulnerabilidad.

En el trabajo de Gauthier *et al.* (2012) se cuantificó la contribución del riesgo de un conjunto de bancos sobre el riesgo del sistema financiero canadiense, considerando un evento adverso que puede ocasionar el impago de las obligaciones interbancarias, desvalorizaciones en los activos y, de esta manera, afectar negativamente la solvencia de las entidades del sistema¹.

Para el caso colombiano, Cabrera *et al.* (2012) replicaron esta metodología, considerando solamente a los bancos y suponiendo un choque a su cartera comercial. Este ejercicio presentó los siguientes inconvenientes: primero, se dejó de considerar el total de entidades del sistema financiero y, segundo, las posibles pérdidas que se generaban en el sistema dependían directamente de la exposición de los bancos a su cartera comercial.

Por lo anterior, en el presente recuadro se incluyó el total de entidades del sistema financiero en posición propia, con el fin de cuantificar la contribución al riesgo del sistema de cada una de ellas. Adicionalmente, se decidió como choque por considerar a la “salida” de una entidad del sistema, lo cual implica que esta incumple con sus obligaciones contractuales (*default*) y liquida el total de sus activos líquidos.

Las posibles pérdidas que el escenario propuesto podría generar al sistema están relacionadas con las siguientes causas:

Pérdidas por incumplimiento contractual: la entidad incumple con sus obligaciones frente al resto de entidades financieras (préstamos interbancarios y operaciones del mercado monetario, posición neta en el mercado de *forwards* de tasa

de cambio² e impago de certificados de depósito a término emitidos [CDT]).

Pérdidas por desvalorización en los activos líquidos (AFS, por su sigla en inglés): al momento de la salida de una entidad del sistema, esta vende el total de sus activos líquidos, lo que genera una pérdida de valor de tales títulos. Lo anterior puede afectar el nivel de capital del resto de entidades que los tengan, obligándolas a liquidar parte de su posición en activos líquidos, generando una espiral de precios a la baja.

En el Gráfico R7.1 se presentan las pérdidas por entidad como proporción de su patrimonio a junio de 2014. En el eje horizontal se presenta la entidad que sale del sistema y en el eje vertical se muestran las pérdidas como proporción del patrimonio de las entidades restantes. En cada uno de estos gráficos se presentan las posibles pérdidas considerando el total de los efectos antes mencionados (cuadros) y en cada panel se comparan con la contribución de cada componente (triángulos).

Se observa que las mayores pérdidas que se pueden generar obedecen al incumplimiento por CDT (Gráfico R7.1, panel B) y por AFS (Gráfico R7.1, panel D). Lo anterior obedece a que los CDT son considerados como un vehículo de inversión por los diferentes agentes que componen el sistema financiero colombiano.

Adicionalmente, se dividió el análisis entre el posible efecto que generan los establecimientos de crédito (EC) sobre ellos mismos y sobre las instituciones financieras no bancarias (IFNB), así como el efecto de estas últimas sobre ellas mismas y sobre los EC (Gráfico R7.2). Al analizar los resultados, se encuentra que los mayores efectos se presentan en las IFNB cuando los EC son afectados (Gráfico R7.2, panel B). Por otro lado, el menor efecto se presenta de las IFNB a los EC (Gráfico R7.2, panel D).

Este ejercicio ayuda a identificar las posibles fuentes de riesgo que existen entre las diferentes entidades que componen el sistema financiero, así como aquellas entidades que mayores pérdidas generarían al mismo ante un escenario adverso. Por último, el ejercicio permite identificar a las entidades más vulnerables dada su relación con el resto.

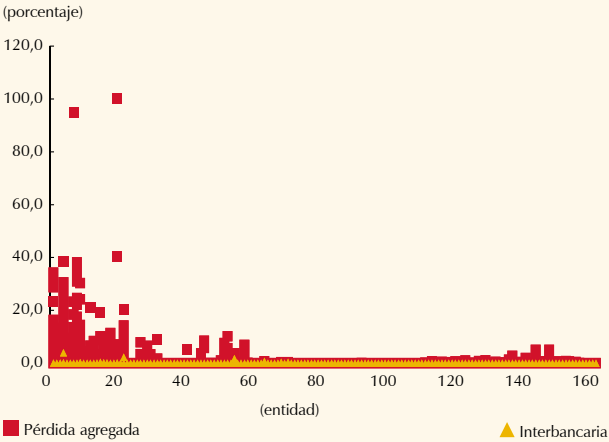
* Los autores son profesionales especializados del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Gauthier *et al.* (2011) emplean un escenario macroeconómico estresado que se ve reflejado en aumentos de la probabilidad de *default* de los diferentes sectores económicos de la economía canadiense. Lo anterior aumenta las posibles pérdidas de cada banco, dependiendo de la composición de su portafolio de préstamos.

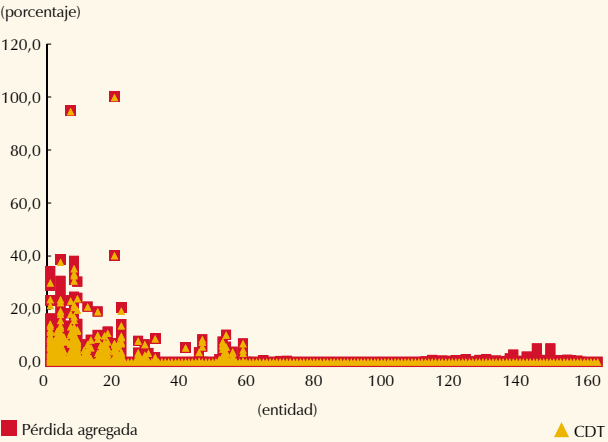
2 Se excluyen las operaciones que se realizan a través de una cámara de compensación, debido a la baja exposición al riesgo de contraparte que tienen estas operaciones.

Gráfico R7.1
Pérdidas sobre patrimonio por entidad

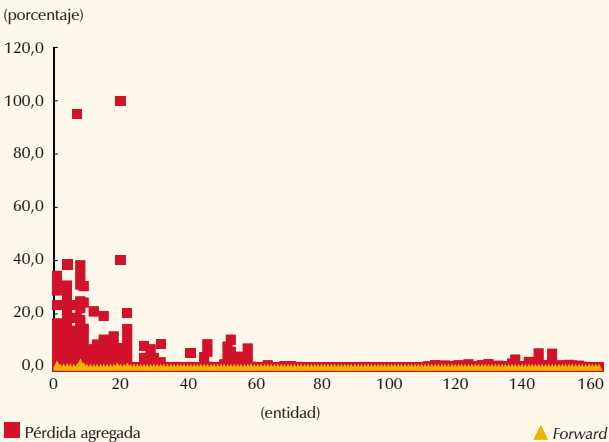
A.



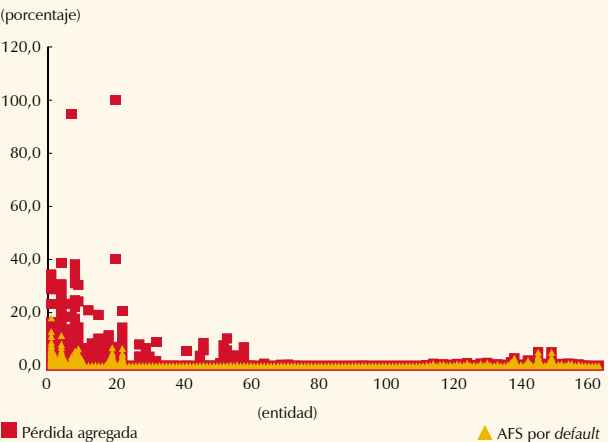
B.



C.



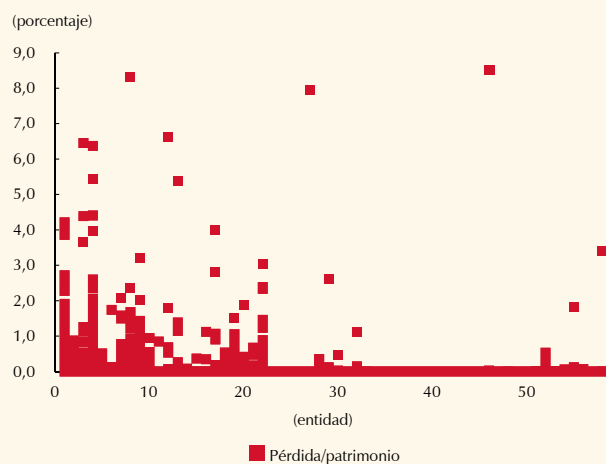
D.



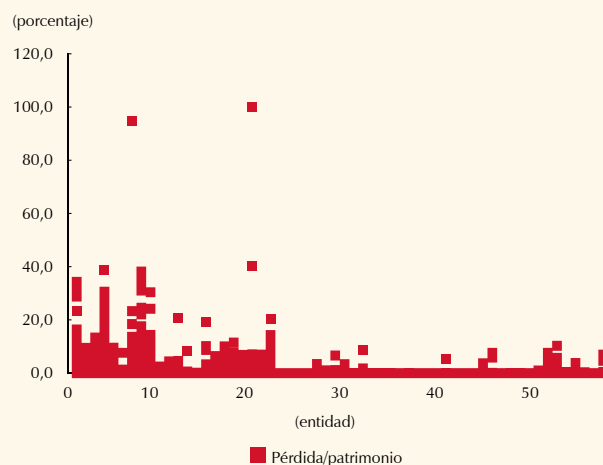
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores.

Gráfico R7.2
Pérdidas sobre patrimonio por tipo de entidad

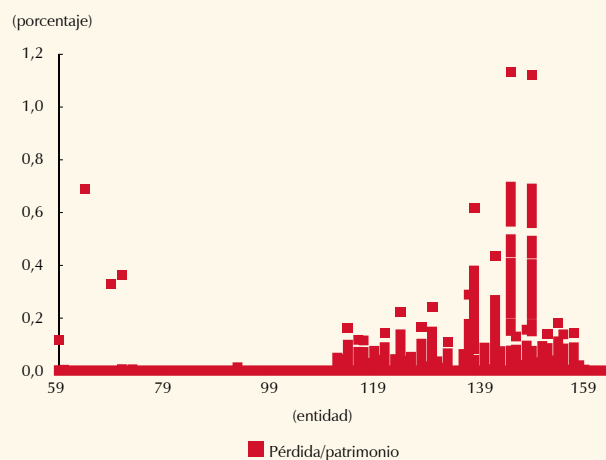
A. EC-EC



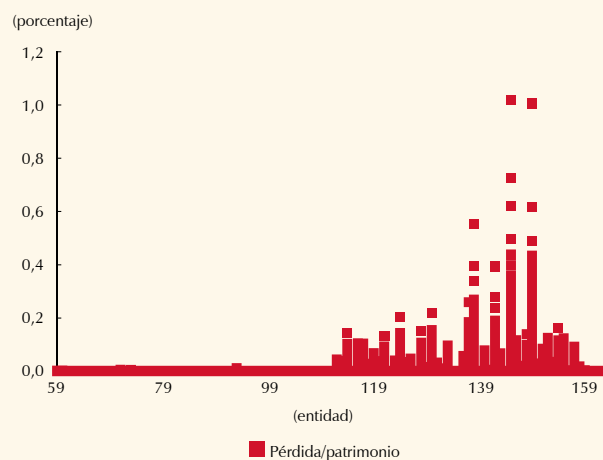
B. EC-IFNB



C. IFNB-EC



D. IFNB-IFNB



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores.

Referencias

Cabrera, W.; Corredor-Waldron, A.; Quicazán, C. A. (2012). "Requerimientos macroprudenciales de capital y riesgo sistémico: una aplicación para Colombia, Temas de Estabilidad Financiera, núm. 74.

Gauthier, C.; Lehar, A.; Souissi, M. (2012). "Macroprudential Capital Requirements and Systemic Risk", *Journal of Financial Intermediation*, núm. 21, pp. 594-618.

V. REGULACIÓN FINANCIERA

En lo corrido de 2014 se han implementado nuevas medidas y modificaciones en términos de la regulación del sistema financiero. En particular, los principales cambios y la adición de nuevas normas a la regulación actual, se concentraron en el riesgo de liquidez de las sociedades comisionistas de bolsa, la compra y venta de cartera de créditos, la financiación de infraestructura de cuarta generación, el leasing habitacional destinado a la adquisición de vivienda y la inclusión financiera.

En este capítulo se hace un recuento de los cambios regulatorios locales más importantes en los últimos meses, tanto por su impacto sobre el desempeño del sistema financiero colombiano como por sus posibles implicaciones sobre la estabilidad financiera.

A. RIESGO DE LIQUIDEZ DE SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA Y VALORES: CIRCULAR EXTERNA 10 DE 2014 DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En el segundo trimestre de 2014 la SFC anunció una modificación al Sistema de Administración del Riesgo de Liquidez (SARL) de las SCB, para lo cual se realizaron ajustes al capítulo VI: “Reglas relativas al Sistema de Administración del Riesgo de Liquidez”, y al Anexo 2: “Metodología para la medición y reporte estándar del riesgo de liquidez de las sociedades comisionistas de bolsa de valores” de la Circular Básica Contable y Financiera. El objetivo de la nueva regulación es el de garantizar que las entidades cuenten con suficientes fondos líquidos para enfrentar los riesgos de liquidez derivados de sus operaciones en posición propia y a cuenta de terceros.

Las principales modificaciones están relacionadas con el establecimiento de un límite para el indicador de riesgo de liquidez (IRL) de las SCB, así como la definición explícita de exposición significativa al riesgo en el evento en que dicho límite se incumpla para el IRL a uno o siete días. Adicionalmente, se determinan las medidas prudenciales y correctivas para contrarrestar la exposición significativa al riesgo de liquidez de estas entidades. Por otra parte, los cambios también modifican la metodología de medición del riesgo de liquidez, introduciendo la definición de activos líquidos de alta calidad, e incorporando los requerimientos de liquidez por cuenta de terceros.

De manera esquemática, el nuevo modelo de medición del riesgo de liquidez puede expresarse de la siguiente manera:

$$IRL_M = ALA - (RLN_{CP} + RLN_{CT})$$

Dónde:
$$IRL_R = \frac{ALA}{(RLN_{CP} + RLN_{CT})}$$

- Los subíndices M y R representan el IRL medido en monto y en razón, respectivamente.
- ALA son los activos líquidos de la SCB.
- $ALA = ALAC + \min(OAL; ALAC \times \frac{3}{5})$, donde $ALAC$ son activos líquidos de alta calidad y OAL denota otros activos líquidos. Se resalta que, similar a los establecimientos de crédito, la SCB debe mantener un nivel de activos líquidos de alta calidad ($ALAC$) que representen, como mínimo, el 70% del total de activos líquidos.

El requerimiento neto de liquidez (RLN) se divide entre el requerimiento por posición propia (RLN_{CP}) y aquel por cuenta de terceros (RLN_{CT}), donde el primero se define como:

$$RLN_{CP} = \max(0, FNCP - FPCP)$$

El término $FNCP - FPCP$ recoge la diferencia entre los flujos negativos ($FNCP$) y positivos ($FPCP$) derivados de transacciones en el mercado monetario¹⁶² en posición propia.

Por su parte, el RLN_{CT} se define de la siguiente manera:

Donde:
$$RLN_{CT} = (OpCruzada + OpConvenida) \times 3,5\%$$

- *OpCruzada*: denota operaciones donde la SCB participa en ambos lados de la transacción (i. e.: el comprador y el vendedor están representados por la misma comisionista).

162 No se incluyen las operaciones realizadas en el Sistema Electrónico de Negociación (SEN).

- *OpConvenida*: denota operaciones donde la SCB actúa como comprador o vendedor (i. e.: el comprador y el vendedor están representados por sociedades comisionistas diferentes).
- Se multiplica la suma de las operaciones convenidas y cruzadas por 3,5%, ya que la SCB solo debe responder por estas operaciones (i. e.: tener la liquidez para garantizar su cumplimiento) cuando su cliente incumple, lo cual ocurre con una baja probabilidad.

Las SCB deberán iniciar el envío diario de la información asociada con este reporte a partir del 1 de octubre de 2014, y deberán cumplir con el límite mínimo establecido a partir del 4 de noviembre, momento en el cual tendrán vigencia las medidas prudenciales y correctivas a que haya lugar. En efecto, se establece que si una entidad advierte que su *IRL* es negativo, la entidad deberá informar por escrito de manera inmediata a la SFC sobre las razones que originaron la caída del *IRL* a uno o siete días, el carácter coyuntural o duradero de la situación y el plan de ajuste que contenga las acciones que la entidad empleará para restablecer el IRL_R a 110% en un plazo no mayor a cinco días hábiles.

Si la entidad: 1) no presenta un plan de ajuste, 2) este es objetado por la SFC, 3) las acciones prudenciales mencionadas en el plan se incumplen, 4) la implementación del plan no permitió restablecer el IRL_R a 110% dentro del plazo establecido o 5) por tercera ocasión en un período de treinta días calendario presenta un plan de ajuste, la SCB no podrá realizar:

1. Operaciones activas de mercado monetario en cuenta propia.
2. Compra de inversiones y, en general, de nuevas adquisiciones en cuenta propia.
3. Vinculación de nuevos clientes.

Una vez la entidad restablezca el IRL_R a 110% podrá volver a realizar las operaciones anteriormente restringidas.

B. REGULACIÓN ENFOCADA A PROMOVER LA INCLUSIÓN FINANCIERA: RESOLUCIÓN CRC 4458 DE 2014 DE LA COMISIÓN DE REGULACIÓN DE COMUNICACIONES, LEY 1731 DE 2014 Y DECRETO 457 DE 2014 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

La inclusión financiera es uno de los temas centrales en el desarrollo, no solo del sistema financiero local, sino de la economía en su conjunto. Si bien los niveles de profundización financiera se han incrementado en los últimos años, así como la presencia de la banca en el territorio nacional con la figura de corresponsales bancarios, el uso de los servicios financieros, especialmente por parte de la población de menores ingresos, continúa siendo un reto por superar. Recientemente el país ha definido una estrategia nacional para la inclusión financiera, la cual gira alrededor de los siguientes ejes:

1. Servicios transaccionales para población no incluida.
2. Promover el uso de servicios financieros para los hogares, mediante la banca móvil, el diseño de productos a la medida de las necesidades y la promoción de nuevos puntos de uso en establecimientos comerciales.
3. Promover el acceso y uso de servicios financieros para el sector rural.
4. Mayor acceso a crédito para Pymes, con el uso del recientemente reglamentado Registro de Garantías Mobiliarias, que les permitirá usar activos mobiliarios como garantías de sus créditos¹⁶³.
5. Definir una estrategia de educación financiera aprovechando los importantes avances que ya ha realizado el Ministerio de Educación, la Superintendencia Financiera de Colombia, el Banco de la República, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) y el sector privado, estableciendo un comité de coordinación de política.

En relación con el primer punto, se debe mencionar que en la actualidad se encuentra en trámite un proyecto de ley que propone crear una nueva licencia financiera simplificada que permitirá el nacimiento de entidades especializadas en pagos, ahorros y depósitos (PAD). Estas entidades solo estarán facultadas para captar depósitos, los cuales deberán ser depositados en el Banco de la República o en un banco comercial; es decir, no prestarán ni invertirán los recursos del público. En principio, estas entidades se encargarían de hacer giros y pagos a las personas, a bajo costo, tendrán apertura simplificada de productos, estarán exentas del gravamen a los movimientos financieros (GMF) y estarán vigiladas por la SFC.

Con respecto al segundo punto, la Comisión de Regulación de Comunicaciones expidió la Resolución CRC 4458 de 2014¹⁶⁴, la cual establece medidas para la promoción de servicios financieros. En particular, la medida obliga a los operadores a reducir los precios que deben pagar los proveedores de contenidos y aplicaciones (incluyendo las entidades financieras) por cada mensaje de texto (SMS) utilizado en transacciones de banca móvil, el cual no podrá exceder los \$9,2 por mensaje. Más aún, la resolución contempla que los usuarios cuenten con nuevos canales para interactuar con su entidad financiera (tecnología USSD)¹⁶⁵, con el fin de facilitar la interacción desde cualquier celular.

163 Véase *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2014 para mayor detalle con respecto a este cambio normativo.

164 “Por la cual se modifican las resoluciones CRC 3066, 3496, 3500 y 3501 de 2011, y se dictan otras disposiciones”. La resolución se publicó en el *Diario Oficial* el 14 de abril de 2014.

165 Los servicios basados en tecnología *unstructured supplementary service data* (USSD) para telefonía móvil (GSM) permiten una interacción rápida e intuitiva de los usuarios con los servicios de información, como consultas de saldo, recargas de crédito, información sobre clima, noticias, entre otros. La navegación USSD es sencilla para el usuario, ya que no requiere ningún tipo de conocimiento técnico ni tampoco menús instalados previamente en el *software* de los teléfonos, ya que solo se utiliza el teclado numérico para seleccionar opciones.

Con esta medida, el Gobierno pretende facilitar la masificación de servicios financieros y busca que las personas de menores recursos puedan usarlos mediante la red de telefonía celular.

Con respecto a la promoción del acceso y uso de servicios financieros al sector rural, se debe destacar la expedición de la Ley 1731 de 2014¹⁶⁶. La ley consta de 25 artículos y comprende normas relacionadas con los siguientes temas:

1. Instrumentos financieros para el desarrollo del sector (p. e.: microfinanzas rurales, Fondo Nacional de Riesgos Agropecuarios [FNRA] y Fondo Agropecuario de Garantías [FAG]),
2. El Programa Nacional de Reactivación Agropecuaria (PRAN) y el Fondo de Solidaridad Agropecuario (Fonsa)
3. Disposiciones relacionadas con la Corporación Colombiana de Investigación Agropecuaria (Corpoica).

En relación con la inclusión financiera se destacan, en particular, la creación del Fondo de Microfinanzas Rurales, como un fondo sin personería jurídica, administrado por Finagro, como un patrimonio separado del de su administrador, con el objeto de financiar, apoyar y desarrollar las microfinanzas rurales en el país. Con cargo a los recursos de este fondo, se podrán otorgar líneas de microcrédito a entidades no reguladas (p. e.: ONG), las cuales actualmente no pueden acceder a las líneas de redescuento de Finagro¹⁶⁷.

Adicionalmente, y con el propósito de fomentar la oferta del seguro agropecuario, se autoriza el uso de los recursos disponibles en el FNRA, que será administrado por Finagro, para cofinanciar los costos para el fortalecimiento técnico del seguro agropecuario y la obtención de información de los productos asegurados. Igualmente, con el fin de incentivar la gestión de riesgos en el sector agropecuario, se podrán otorgar subsidios, apoyos o incentivos para implementar instrumentos de gestión de riesgos en el sector agropecuario, diferentes al seguro, tales como derivados financieros climáticos, coberturas de precios o de riesgo cambiario.

Lo anterior es relevante si se tiene en cuenta que una de las principales falencias del mercado de seguros agropecuarios es la ausencia de oferta, lo cual obedece a la falta de fortaleza técnica y de información de los productos asegurados, así como la ausencia de una adecuada cultura de gestión de riesgos por parte de los productores del sector agropecuario.

166 “Por medio de la cual se adoptan medidas en materia de financiamiento para la reactivación del sector agropecuario, pesquero, acuícola, forestal y agroindustrial, y se dictan otras disposiciones relacionadas con el fortalecimiento de la Corporación Colombiana de Investigación Agropecuaria (Corpoica)”.

167 Asimismo, cabe resaltar la expedición de la Resolución 2 de 2014 por parte de la Comisión Nacional de Crédito Agropecuario, que permite la expedición de garantía del FAG, hasta por el 50% del capital del crédito, para la línea de redescuento de microcrédito agropecuario y rural de Finagro, lo que debería estimular la oferta en este segmento.

Por último, en lo relacionado con el establecimiento de un comité de coordinación de política, se debe mencionar la expedición del Decreto 457 de 2014. En este se organiza el Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera con el fin de coordinar las actividades estatales y de los particulares para lograr un nivel adecuado de educación económica y financiera para la población. Asimismo, se crea la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera, como el órgano de coordinación y orientación superior del Sistema Administrativo Nacional para la Educación Económica y Financiera.

El Comité tiene, entre otras funciones, la de proponer las políticas, lineamientos, herramientas y metodologías para adoptar la Estrategia Nacional de Educación Económica y Financiera, así como recomendar la implementación de los mecanismos de gestión, coordinación y financiación entre los sectores público y privado necesarios para implementar y ejecutar dicha estrategia. De la misma manera, es el encargado de coordinar las actividades que realicen las instituciones públicas y privadas relacionadas con la formulación, ejecución y seguimiento de las políticas necesarias para implementarla.

El anterior es un avance importante en el proceso de inclusión financiera, toda vez que “[...] la educación económica y financiera es el proceso a través del cual los individuos desarrollan los valores, los conocimientos, las competencias y los comportamientos necesarios para la toma de decisiones financieras responsables” (Plan Nacional de Desarrollo, 2010-2014), lo que garantiza el buen uso de los servicios financieros en pro del bienestar de los consumidores.

C. COMPRA Y VENTA DE CARTERA DE CRÉDITOS: CIRCULAR EXTERNA 008 DE 2014 DE LA SUPERINTENDENCIA DE LA ECONOMÍA SOLIDARIA Y CIRCULAR EXTERNA 004 DE 2013 DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

En lo corrido de 2014 la Superintendencia de la Economía Solidaria (SES) ha implementado un conjunto de medidas enfocadas a reglamentar algunas prácticas desarrolladas por las entidades del sector solidario. Por un lado, estableció unas reglas para la compra y venta de cartera de créditos por parte de las entidades vigiladas por la misma, debido a que dicha práctica se había vuelto recurrente entre sus instituciones y no contaba con procedimientos precisos que facilitaran los flujos de información y transparencia entre las organizaciones del sector. Adicionalmente, la SES reglamentó otras prácticas relacionadas con sus negocios, con el fin de garantizar el cumplimiento de varias leyes en torno de la protección del consumidor.

Por su parte, en marzo de 2013 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) definió unas reglas para la adquisición de cartera por parte de los establecimientos de crédito a entidades no vigiladas por dicha institución.

Con respecto al primer grupo de medidas, en julio de 2014 la SES expidió la Circular Externa 008 de 2014, con la cual se busca regular el proceso de la adquisición y venta de cartera entre las entidades del sector solidario y garantizar el cumplimiento de varias leyes en torno de la protección del consumidor.

En términos generales, dentro de los criterios y parámetros que deben ser tenidos en cuenta para realizar compras o ventas de cartera de créditos, se destacan aspectos relacionados con: i) la reglamentación de esta práctica dentro de los estatutos de las entidades; ii) la disponibilidad de información sobre el comportamiento de los deudores; iii) la evaluación del riesgo crediticio; iv) la transferencia y administración de las garantías de la cartera transada; v) la evaluación de la cartera, en términos de la siniestralidad esperada, y vi) el provisionamiento por parte de ambos tipos de entidades (originadoras y compradoras).

Asimismo, la circular establece que, dentro del contrato de compraventa de cartera, las partes deben definir quién asume el riesgo; es decir, si el tipo de contrato es “con responsabilidad”, la entidad originadora será quien asume totalmente el riesgo de los créditos en cuestión, para lo cual deberá constituir una reserva líquida equivalente al porcentaje de siniestralidad esperada, para respaldar siniestros futuros. Por su parte, en caso de que la venta de cartera sea “sin responsabilidad”, el riesgo recae sobre la organización compradora. En este sentido, esta medida permite alinear los incentivos de los diferentes agentes, de tal forma que los vendedores de cartera en contratos “con responsabilidad” se preocupen por originar créditos de alta calidad y medir adecuadamente su riesgo, al tiempo que las organizaciones compradoras bajo un contrato “sin responsabilidad” deben asegurarse que están adquiriendo créditos de buena calidad y hacerles un monitoreo continuo.

Cabe señalar que, en caso de que las entidades incumplan con las pautas establecidas para el proceso de compraventa de cartera, deberán constituir una provisión por la totalidad de la cartera adquirida o vendida, según el caso. Además, se establece que durante el proceso de compraventa se deben mantener las condiciones inicialmente establecidas con el deudor.

Adicionalmente, esta circular contempla otros aspectos relacionados con el negocio de las cooperativas, en particular con mejores prácticas en temas de protección al consumidor a raíz de diversas quejas presentadas por los asociados a la SES. En particular, se pretende acabar con prácticas que van en contra del objeto social de las cooperativas hacia sus asociados, tales como las ventas atadas, el cobro de intereses en exceso a los límites legales, el sobreendeudamiento de los asociados, el incumplimiento del derecho al retiro voluntario, a la devolución de aportes sociales y a participar en la Asamblea de Asociados, y la negativa a cancelar anticipadamente el crédito.

Por su parte, en marzo de 2013 la SFC expidió la Circular Externa 004, con la cual se modificaron algunas reglas relacionadas con la adquisición de cartera de préstamos por parte de los establecimientos de crédito a originadores no vigilados por la SFC, con el fin de tener un control más riguroso sobre estas operaciones.

En términos generales, dicha reglamentación busca que tanto las entidades originadoras como las compradoras cumplan con una serie de requisitos mínimos que les permitan reducir los riesgos asociados con estas operaciones. A continuación se describen estas modificaciones:

La compra de cartera por parte de los establecimientos de crédito a personas jurídicas (originador) solo será posible si estas últimas acreditan el cumplimiento de los siguientes requerimientos:

1. Tener la autorización o el registro legal exigido para desarrollar la actividad de otorgamiento de crédito, cuando a ello haya lugar.
2. Reportar a las centrales de riesgo la información sobre el comportamiento crediticio de sus deudores.
3. Cumplir con las disposiciones legales en cuanto a las tasas de interés y sus límites máximos.
4. Cuando se trate de créditos de libranza, cumplir con los límites máximos de descuento salarial.
5. Disponibilidad de la información sobre el comportamiento de los deudores, incluido el pago histórico de los mismos, de manera que el establecimiento de crédito que compre la cartera pueda aplicar correctamente las disposiciones que se explicarán más adelante.

Por el lado de los establecimientos de crédito, se deberán cumplir los siguientes requisitos, los cuales deben ser aprobados y revisados por su junta directiva:

1. Incluir dentro de los manuales de riesgo crediticio políticas y procedimientos explícitos para seleccionar los originadores, de tal modo que se definan criterios de selección que permitan verificar la trayectoria y experiencia, y conocer el nicho de mercado del originador. Además, deberán definir unos parámetros para analizar y estudiar la situación patrimonial del originador. Por otro lado, estos procedimientos deberán contemplar lineamientos de diversificación por producto y por originador (límites de concentración).
2. Tener conocimiento de las políticas y procedimientos de crédito del originador en las etapas de otorgamiento, seguimiento y recuperación.
3. Definir unos criterios mínimos para seleccionar la cartera objeto de compra, en términos del perfil de riesgo y la capacidad de pago de los deudores.
4. Si el tipo de cartera adquirida no pertenece al nicho de mercado del establecimiento de crédito, deberá informarle previamente a la SFC las políticas y estrategias implementadas para acceder al nuevo mercado.

En síntesis, con estas medidas se busca un mayor monitoreo y transparencia en el proceso de la compra y venta de cartera, dado que dicha práctica puede tener efectos significativos en la situación patrimonial de las entidades.

Finalmente, vale la pena señalar que en la actualidad el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) contempla introducir un proyecto de decreto, el cual consta de una actualización de las normas prudenciales en materia de la solvencia,

cupos individuales de crédito y concentración de riesgo de las cooperativas de ahorro y crédito y las cooperativas multiactivas o integrales con sección de ahorro y crédito.

D. FINANCIACIÓN DE INFRAESTRUCTURA DE CUARTA GENERACIÓN (4G): DECRETO 816 DE 2014 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

El Decreto 816 de 2014 busca incentivar la participación de los establecimientos de crédito y de algunas instituciones financieras no bancarias (IFNB) en la financiación de los proyectos de infraestructura, desarrollados de conformidad con el esquema de asociaciones público-privadas (APP).

Tal disposición modificó al Decreto 2555 de 2010¹⁶⁸ en lo relacionado con los límites individuales de crédito, los regímenes de inversión de los recursos de los fondos de cesantías, de los fondos de pensiones obligatorias, y del portafolio que respalda las reservas técnicas de las compañías de seguros de vida, y cambió parcialmente la definición de fondos de capital privado.

Antes de expedir este decreto, ningún establecimiento de crédito podía realizar operaciones activas de crédito que superaran el 10% de su patrimonio técnico, si la única garantía de la operación era el patrimonio del deudor. Sin embargo, esta norma aumentó dicho porcentaje hasta 25%, siempre y cuando el exceso corresponda a financiación de proyectos de infraestructura viales de cuarta generación (4G) bajo el esquema de APP, en los que la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) haga parte.

Adicionalmente, se incluyó por primera vez a la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), cuya cuantía máxima de cupo individual se podrá elevar hasta el 40% de su patrimonio técnico, siempre y cuando el exceso corresponda a la financiación de proyectos de infraestructura. Es necesario aclarar que este cupo individual aplicará siempre que la FDN no tenga en su balance depósitos simples, certificados de depósito a término (CDT), depósitos de ahorro, cuentas de ahorro especial, bonos hipotecarios, depósitos especiales, servicios bancarios de recaudo y depósitos electrónicos. Si la FDN constituye alguna de estas acreencias, la institución no podrá otorgar nuevos créditos a las contrapartes con las que mantenga un porcentaje de concentración superior al límite aplicable a los establecimientos de crédito en general.

Por otro lado, el documento hace referencia a los fondos de capital privado como fondos de inversión colectiva cerrados que destinan al menos dos tercios de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido

¹⁶⁸ Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, y se dictan otras disposiciones.

económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). Con la expedición del Decreto 816, los activos emitidos para la financiación de proyectos de infraestructura bajo el esquema de APP, descrito en la Ley 1508 de 2012, computarán para dicho límite.

Por último, el decreto modificó los regímenes de inversión de los fondos de pensiones y cesantías y del sector asegurador. Por un lado, los fondos de pensiones obligatorias (fondo de riesgo moderado), los fondos de cesantías (portafolio de largo plazo) y las compañías de seguros de vida (valor del portafolio que respalda sus reservas técnicas) podrán invertir hasta el 5% del valor de dichos portafolios en fondos de capital privado que destinen al menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas en proyectos de infraestructura bajo el esquema de APP. Por otro lado, los fondos de pensiones obligatorias (fondo de mayor riesgo) podrán invertir hasta el 7% (Cuadro 27).

Cuadro 27
Monto máximo que pueden invertir algunas IFNB en los proyectos de infraestructura de 4G

Instituciones financieras no Bancarias	Porcentaje de inversión (bajo el Decreto 816 de 2014)
Fondo de pensiones obligatorias - Moderado	5,0
Fondo de pensiones obligatorias - Mayor riesgo	7,0
Fondos de cesantías - Portafolio de largo plazo	5,0
Compañías de seguros de vida ^{a/}	5,0

a/ El valor del fondo corresponde al valor del portafolio que respalda sus reservas técnicas.

Fuente: Cuadro elaborado por el Banco de la República con base en el Decreto 816 de 2014 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

E. LEASING HABITACIONAL: DECRETO 1058 DE 2014 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

En junio de 2014 el MHCP expidió el Decreto 1058 de 2014¹⁶⁹, por medio del cual autoriza las operaciones de *leasing* habitacional destinado a la adquisición de vivienda familiar con componente de capital administrado como ahorro a largo plazo.

Anteriormente, con la Ley 1537 de 2012 se definió un nuevo mecanismo para la financiación de vivienda, conocido como opción de ahorro mediante *leasing* habitacional o contrato de arrendamiento con opción de compra. Bajo esta figura se establece la posibilidad de un ahorro de largo plazo por medio del componente de capital del canon periódico, el cual sería administrado por las entidades financieras autorizadas para realizar contratos de *leasing* habitacional para la adquisición

¹⁶⁹ Por el cual se adiciona un capítulo al título 1 del libro 28 de la parte 2 del Decreto 2555 de 2010, relacionado con la operación de *leasing* habitacional destinado a la adquisición de vivienda familiar con componente de capital administrado como ahorro de largo plazo prevista en el inciso primero del artículo 37 de la Ley 1537 de 2012.

de vivienda familiar. Dentro de estas entidades se encuentran los establecimientos bancarios, compañías de financiamiento y el Fondo Nacional del Ahorro (FNA)¹⁷⁰.

Teniendo en cuenta la existencia de dicho mecanismo para la financiación de vivienda, el MHCP reglamenta esta figura mediante el Decreto 1058 de 2014. La nueva normativa establece que las entidades financieras autorizadas para realizar operaciones de *leasing* habitacional pueden estructurar un producto dirigido a la financiación de vivienda, en el cual una proporción del componente de capital de los cánones pactados podrá ser administrado por las mismas, como ahorro de largo plazo en favor de los locatarios.

Asimismo, el decreto establece que el canon que se establece para el contrato de *leasing* consta de dos componentes: uno destinado a cubrir los costos financieros, y el otro correspondiente al capital. Este último, a su vez, se compone de: i) la amortización periódica de una parte del precio de la opción de adquisición del inmueble, y ii) un ahorro de largo plazo que es administrado por las entidades financieras, que junto con sus rendimientos, se puede destinar a cubrir total o parcialmente el pago del valor del ejercicio de la opción de adquisición definido en el contrato.

Con respecto al componente de capital administrado como ahorro de largo plazo, se resaltan los siguientes puntos:

1. El valor estimado se calcula partiendo del supuesto de que, al final del período pactado, el locatario haya ahorrado parte o todo el valor de la opción de compra definido en el contrato.
2. El capital administrado como ahorro de largo plazo debe ser remunerado por la entidad financiera a favor del locatario, teniendo en cuenta que se debe mantener el poder adquisitivo de dicho ahorro durante todo el período en que es administrado.
3. Cuando el locatario desee ejercer la opción pactada a su favor, pero el monto del ahorro de largo plazo junto con sus rendimientos son inferiores al valor de dicha opción, el locatario tendrá que pagar el valor restante para el ejercicio de esta.
4. El componente de ahorro de largo plazo deberá ser administrado por la entidad financiera autorizada en cuentas independientes para cada locatario, y no podrá ser utilizado para compensar los costos financieros y de capital vencidos, ni cualquier otra obligación que el locatario tenga con la respectiva entidad.
5. En caso de incumplimiento por parte del locatario de los cánones pactados, aplicarán las reglas de reportes de información ante las centrales de riesgo.

¹⁷⁰ La Ley 795 de 2003 autoriza a los establecimientos bancarios y a las compañías de financiamiento a realizar operaciones de *leasing*, mientras que el parágrafo 2 del artículo 26 de la Ley 1469 de 2011 hace lo propio con el FNA.

En cuanto a la creación de este nuevo producto que ofrecerán las entidades financieras, se señala que este deberá ser aprobado por la respectiva junta directiva o el órgano que haga sus veces, contemplando la viabilidad y sostenibilidad financiera. Adicionalmente, la entidad podrá definir la tasa de interés que reconocerá sobre el capital administrado como ahorro de largo plazo, la forma y la periodicidad de liquidación de dicha tasa con el fin de preservar el valor adquisitivo del ahorro.

En último lugar, esta nueva medida señala que en aquellos casos en que: i) el locatario decida no ejercer la opción de adquisición; ii) si previo al vencimiento del plazo para ejercer tal derecho el locatario incumple, o iii) las partes optan dar por terminado el contrato de *leasing*, el componente de capital administrado como ahorro de largo plazo formará parte de los recursos sobre los cuales se efectúen los descuentos que cubran la deducción de los rubros de liquidación del contrato.

Adicionalmente, el MHCP, reconociendo la facultad del FNA de realizar operaciones de *leasing* habitacional destinadas a la adquisición de vivienda, expidió el Decreto 1102 de 2014, donde le adiciona la facultad legal para que los afiliados al producto de ahorro voluntario contractual (AVC) puedan suscribir contratos de *leasing* habitacional, caso en el cual los recursos serán destinados al pago de sus cánones.

F. SEGUNDO MERCADO: DECRETO 1019 DE 2014 DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

Dado el limitado uso que se le ha dado al esquema de segundo mercado, y con el fin de impulsar la participación de nuevos emisores dentro del mercado de valores y generar así un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales, el MHCP realizó modificaciones al marco regulatorio del segundo mercado mediante el Decreto 1019 de mayo de 2014. La medida busca crear un canal simplificado para emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, y pretende facilitar el acceso al mercado de capitales para pequeñas y medianas empresas (Pymes) o emisores de una sola vez (como pueden ser los consorcios creados para financiar obras de infraestructura). Las modificaciones expedidas buscan reducir los costos y tiempo de inscripción y emisión, facilitar los requerimientos de colocación de los emisores y mejorar la información de los inversionistas respecto de las emisiones¹⁷¹. Todo lo anterior, con el fin de profundizar y dinamizar este mercado, ampliando así las fuentes de financiamiento formal y generando una mayor gama de productos financieros para los inversionistas institucionales —las principales características del segundo mercado se resumen en el Cuadro 28—.

171 Se adicionaron dos artículos al Decreto 2555 de 2010. El primero establece que los emisores que deseen hacer parte del segundo mercado deberán remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés en la emisión, con unas exigencias mínimas de información. El segundo obliga a los emisores que hagan parte del segundo mercado a actualizar, a solicitud de al menos uno de los inversionistas tenedores de valores, ya sea físicamente o mediante la página web, la información relacionada con “Información de fin de ejercicio” e “Información de períodos intermedios”.

Cuadro 28

Comparación de aspectos relevantes entre el mercado principal y el segundo mercado

Asunto	Segundo mercado	Mercado principal
Inscripción en el RNVE y calificación	Voluntaria	Obligatoria
Costo de inscripción en el RNVE	0,04 x 1.000 del patrimonio del emisor	0,08 x 1.000 del patrimonio del emisor
Tiempo de respuesta de la SFC	10 días	30 días
Derechos de oferta pública	No tiene cobro de derechos de oferta pública	0,35 x 1.000 sobre el monto total de la emisión
Monto mínimo de emisión	Sin monto mínimo	2.000 SMMLV
Prospecto de colocación	Simplificado	Completo

Nota: RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público