

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA DICIEMBRE DE 2003

Resumen y conclusiones

En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de julio de 2003 se afirmaba que la mayor dinámica del crédito observada era consecuencia de situaciones positivas tanto en la demanda como en la oferta de este. En el segundo semestre de 2003, estas condiciones se acentuaron. Estos hechos junto con un entorno externo más favorable, permitieron que la salud del sistema financiero continuara mejorando y el negocio crediticio siguiera acelerándose.

A continuación, se muestran las características del entorno macroeconómico que han acompañado estos eventos, al igual que los principales aspectos de la evolución de los riesgos de los principales clientes del sistema financiero, para terminar con las tendencias y riesgos de su balance.

Evolución del entorno macroeconómico

- El sector real de la economía tuvo un buen desempeño, superior al previsto en las proyecciones oficiales y en las expectativas de los agentes privados. Esto ha disminuido el riesgo crediticio que tanto empresas como personas representan para el sistema financiero. El mejor desempeño se reflejó en una aceleración del gasto doméstico y del producto interno bruto (PIB), especialmente en los sectores no transables. Así mismo, la mejor dinámica económica repercutió en una mejora de las condiciones del mercado laboral. Los resultados de las encuestas de expectativas muestran que una de las fuerzas principales de este crecimiento, el dinamismo de la demanda interna, puede continuar durante el próximo año.

- El entorno financiero internacional continúa siendo favorable para todas las economías emergentes, incluyendo a Colombia. Este entorno ha permitido que la expansión del gasto agregado ocurra sin mayores presiones de financiamiento externo, lo que ha tenido un efecto positivo sobre las variables financieras domésticas, facilitando la existencia de tasas de interés bajas y estables.
- La coyuntura financiera y el comportamiento de la demanda han influido en el mejoramiento del precio de los diferentes activos domésticos. El comportamiento de la bolsa de valores y el precio de la vivienda evidencian valoraciones reales con respecto al índice de precios al consumidor, lo que mejora la calidad y cantidad de las garantías para el sistema financiero. Cabe destacar que los crecimientos y los niveles de precios relativos alcanzados por estos activos están lejos de los registrados durante la burbuja financiera de principios de los noventa, por lo que no hay ninguna evidencia de que estos precios representen en la actualidad una amenaza para la estabilidad del sistema financiero.
- En el frente fiscal, se ha presentado una ligera mejoría en los indicadores de déficit fiscal y de deuda pública, así como en las condiciones financieras de la deuda, lo que ha favorecido el desempeño del sistema financiero. Sin embargo, es importante que se realice un esfuerzo adicional para reducir el déficit fiscal y la demanda de recursos por parte del sector público no financiero. Esto evitaría que una reversión en las perspectivas económicas de la región tenga un impacto fuerte en la sostenibilidad del sector público y, consecuentemente, en la estabilidad del sistema financiero, que aún conserva una parte importante de su activo invertido en títulos públicos.

Comportamiento reciente de los principales deudores y los riesgos derivados de la exposición del sistema a dichos clientes

Deuda del sector real

- Durante el año 2002 la deuda bruta del sector real creció de forma acelerada, siendo jalonada especialmente por el incremento

en el endeudamiento interno y por el efecto precio sobre la deuda externa generado por la devaluación del segundo semestre. A septiembre de 2003, el crecimiento de la deuda se ha moderado, hecho fundamentado parcialmente en el menor endeudamiento externo privado en dólares y en el efecto precio generado por la revaluación real.

- El sector privado no financiero aumentó por primera vez desde 1998 su endeudamiento total, aunque este crecimiento fue bajo. El crecimiento registrado por el endeudamiento interno corresponde principalmente a una recomposición de deuda externa a interna.

Sector corporativo privado

- Las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país en lo que va corrido del año 2003. Esta mayor exposición ha venido acompañada de una menor concentración, lo que da más recursos a deudores antes restringidos.
- A septiembre de 2003 los principales deudores privados mostraron altos niveles en la calidad de la cartera y una tendencia positiva hacia mejores niveles.
- Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores muestran un sector corporativo fortalecido después de la crisis vivida en 1999. Se destaca el positivo desempeño de las empresas productoras de bienes no transables explicado por su rápido incremento en rentabilidad, fortalecimiento patrimonial y menor exposición a tasa de interés. Las empresas productoras de bienes transables mantienen niveles estables en rentabilidad. El perfil de endeudamiento en ambos sectores ha mejorado, y las empresas se han hecho menos vulnerables a los choques en el tipo de cambio.
- Según las encuestas de expectativas, se esperan incrementos tanto en el producto como en la inversión a realizar por parte de los

empresarios en el año 2004. Mientras se mantenga la evolución positiva y los altos niveles en la disposición a pedir prestado y a prestar, se puede esperar que el crédito comercial siga presentando crecimientos positivos como los que ha mostrado a lo largo del año 2003. Conservar estos niveles, mayores a los exhibidos en los últimos años, dependerá de que la calidad de los préstamos y la oferta de recursos de las entidades de crédito mantengan sus tendencias.

Hogares

- La deuda de los hogares creció marginalmente durante el año 2003. Sin embargo, su participación en el total de activos del sistema cayó en el mismo periodo. Este desempeño ha estado explicado por la expansión de la cartera de consumo que contrarrestó la caída de la cartera hipotecaria. Se da entonces una recomposición de la deuda de los hogares en términos de tipo de cartera hacia la cartera de consumo y, en términos de tipo de entidad, hacia los bancos comerciales.
- La calidad de cartera continúa mejorando, aunque se percibe una marcada diferencia entre la cartera de los bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) y la de los otros tipos de intermediarios. Esta tendencia coincide con un mejoramiento en la capacidad de pago de los hogares asociada a una reducción en los niveles de desempleo y a la permanencia de niveles altos de salarios reales.
- En el caso de la cartera hipotecaria, continúan presentándose altos niveles de mora, relacionados con la existencia de un acervo importante de créditos malos provenientes de la época de la crisis. Para los nuevos desembolsos puede esperarse un mejor desempeño, relacionado con el buen comportamiento exhibido por los precios de la vivienda nueva.
- A pesar de la recuperación exhibida en la capacidad de pago de los hogares, estos, a diferencia del sector corporativo, no han incrementado su endeudamiento interno.
- Las perspectivas sobre el futuro del crédito hipotecario no son claras, pues a pesar del desempeño positivo de los precios del mercado

de la vivienda, la “oportunidad favorable para comprar” obtenida a partir de la Encuesta de consumo de Fedesarrollo, frenó su desempeño positivo durante el último trimestre del año. Por otra parte, para el caso de los bienes durables este indicador ha mostrado un crecimiento positivo a lo largo del año, lo cual podría impulsar el desempeño de la cartera de consumo. Si se confirma esta tendencia, se puede profundizar la recomposición de la deuda de los hogares arriba descrita.

Sector público no financiero (SPNF)

- La exposición del sistema financiero ante la deuda pública se incrementó levemente en septiembre de 2003, después de la reducción experimentada entre 2001 y 2002. Este crecimiento fue liderado principalmente por los BECH. Por su parte, los bancos comerciales siguen siendo las entidades más expuestas de forma directa ante la deuda del SPNF.
- Las condiciones financieras de la deuda pública han mejorado. De la misma manera lo ha hecho la percepción sobre la solvencia del gobierno. Lo anterior se ve reflejado en la reducción de las tasas de interés de la deuda pública que ha beneficiado los balances de las entidades financieras a través de valorizaciones de la tenencia de deuda. Esto también se manifiesta en la reducción de los *spreads* de deuda pública externa. Es necesario tener en cuenta que esta situación ha sido generalizada en los mercados emergentes y no es exclusiva de Colombia.
- El SPNF moderó su dinámica de endeudamiento en septiembre de 2003, hecho parcialmente explicado por la disminución del endeudamiento externo producto del efecto precio de una menor devaluación. Lo anterior permitió que la relación deuda / PIB se estabilizara.
- El gobierno nacional central (GNC) moderó su dinámica de endeudamiento tanto interno como externo. Sin embargo, estos crecimientos siguen siendo altos. Por otro lado, el ritmo de incremento de la relación deuda del gobierno / PIB exhibió un crecimiento moderado.

- Hay que resaltar que, si bien las condiciones generales de la deuda han mejorado, los indicadores de sostenibilidad no lo han hecho. Por tanto, se hace necesario enfatizar que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en materia de ajuste de las finanzas públicas.
- En septiembre de 2003, la deuda territorial continuó con la tendencia decreciente que comenzó en 1997. Por su parte, durante el año 2003 la calidad de la deuda de los entes territoriales ha mejorado*. Esto ha reducido el riesgo que representan los entes territoriales al sistema financiero. A pesar de que la calidad de cartera sigue siendo peor que la del resto del sistema, esta ha mejorado consistentemente desde el año 2000.

Evolución reciente del sistema financiero

Sociedades administradoras de fondos de pensiones (AFP)

- El portafolio administrado por las AFP ha continuado creciendo a lo largo de 2003 y todavía presenta una fuerte concentración en inversiones de deuda pública.
- El descalce en plazos entre los activos del portafolio administrado por las AFP y las pensiones a pagar en el futuro aún persiste, a pesar del desarrollo de nuevos activos de largo plazo como las titularizaciones de cartera hipotecaria. En el futuro es importante revisar los incentivos tributarios para que este tipo de inversiones sean apetecidas por las AFP, ya que son sus compradores naturales.

Entidades de crédito

- Durante 2003, las entidades de crédito siguieron incrementando su cartera de créditos tal como lo venían haciendo desde mediados de 2002. Con excepción del crédito de vivienda, todas las modalidades de préstamos han contribuido a que se consolide dicha reactivación.

* Buena parte de la mejora registrada hasta el año 2002 se debió a la aplicación de la Ley 617 de 2000, la Ley 550 de 1999 y a la reforma tributaria del año 2000 que permitió realizar retiros del Fondo de Estabilización Petrolera para el pago de deuda de departamentos y municipios.

- De igual manera, este sector muestra niveles de rentabilidad acordes con periodos previos a la crisis de 1998 a 1999. A lo largo de 2003, la rentabilidad continuó su ascenso debido principalmente a una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera e inversiones), a mayores márgenes financieros y al buen desempeño de los precios de los títulos de deuda pública.
- Por otra parte, los establecimientos de crédito continúan evidenciando reducciones generalizadas en los distintos riesgos inherentes a su negocio.
- En lo que respecta al riesgo de crédito, todos los indicadores tanto de vencimientos y riesgo como de provisiones, muestran comportamientos altamente satisfactorios, lo que hace que en la actualidad el sistema enfrente una percepción de riesgo de contraparte históricamente baja.
- Con el fin de mantener este buen entorno, es necesario que no se relajen los controles para que continúe la buena asignación de los nuevos créditos. Esto es especialmente importante en las modalidades que presentan las dinámicas más elevadas.
- El riesgo en el que incurren los establecimientos de crédito por fluctuaciones en los precios de sus principales posiciones activas y pasivas (riesgo de mercado) como proporción del riesgo total asumido por estas entidades se ha mantenido estable. Sin embargo, se ha dado una recomposición al interior de dicho riesgo, reduciendo el riesgo de tasa de interés de los productos financieros, mientras se aumentó el riesgo de tasa de TES. Esto es fruto de la actualización en la regulación ocurrida luego de la crisis en el precio de los TES de julio y agosto de 2002.
- La liquidez del sector se encuentra en niveles adecuados a noviembre de 2003. Esto es fruto de un crecimiento adecuado que ha exhibido las colocaciones en el último semestre y de un entorno externo satisfactorio. Mientras que esta situación se mantenga, no es de esperarse que se den problemas de liquidez en las entidades de crédito, en un horizonte de mediano plazo.

- Esta reducción en buena parte de los riesgos del sector, junto con los adecuados niveles de patrimonio que han exhibido las entidades en todo el año 2003, aseguran una solidez patrimonial capaz de seguir expandiendo el negocio crediticio en el corto plazo, mientras que la demanda así lo requiera.
- En síntesis, el negocio crediticio ha seguido incrementando su favorable dinámica durante el año 2003. Pese al aumento en los desembolsos registrado hasta ahora, la evidencia disponible no hace prever que el sistema se encuentre en un proceso de recalentamiento que ponga en peligro la estabilidad financiera. Esta afirmación se deriva del hecho que, si bien se han registrado crecimientos importantes en los activos y la cartera del sistema y en la absorción de la economía, ni sus acervos ni su dinámica alcanzan aún niveles atípicamente altos que puedan desencadenar una burbuja financiera.

Junta Directiva del Banco de la República

I. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. Demanda interna y el producto

El hecho macroeconómico más importante durante 2003 fue la consolidación del crecimiento de la demanda interna. Como se aprecia en el Gráfico 1, en el primero y tercer trimestres de 2003 se presentó un crecimiento de la demanda interna a tasas superiores a 4% con respecto al mismo trimestre del año anterior, dinamismo que no se registraba desde 1997. Este comportamiento ha estado basado en un importante crecimiento de la demanda privada, especialmente en inversión, y en menor medida, en el consumo de los hogares. Cabe resaltar que aunque este crecimiento del gasto es importante para las épocas recientes, es mucho menor que el registrado durante el período de *boom* del crédito y del gasto privado observado en la primera mitad de la década de los años noventa.

El comportamiento en la demanda interna ha tenido como contrapartida una aceleración, aunque menos pronunciada, en el crecimiento del producto interno bruto (PIB). Este crecimiento del PIB ha tenido como principales impulsores el dinamismo de la demanda interna y el crecimiento de las exportaciones de carbón y petroquímica. De acuerdo con lo anterior, en los últimos dos trimestres, el crecimiento se ha centrado en el sector de minería y en los sectores productores de bienes no transables, ya que estos últimos son los más favorecidos por el incremento en la demanda interna (Gráfico 2). Aunque no han tenido el mismo dinamismo de los sectores no transables, los sectores transables, diferentes de minería y petróleo, también han visto incrementado su crecimiento, alcanzando tasas de 3% para los tres primeros trimestres de 2003.

Finalmente, la aceleración en el crecimiento del PIB ha tenido un efecto positivo sobre las condiciones del mercado laboral afectando los ingresos de los hogares.

B. Condiciones de financiamiento externo y la estabilidad financiera interna

El dinamismo del gasto interno se ha facilitado por las favorables condiciones de fi-

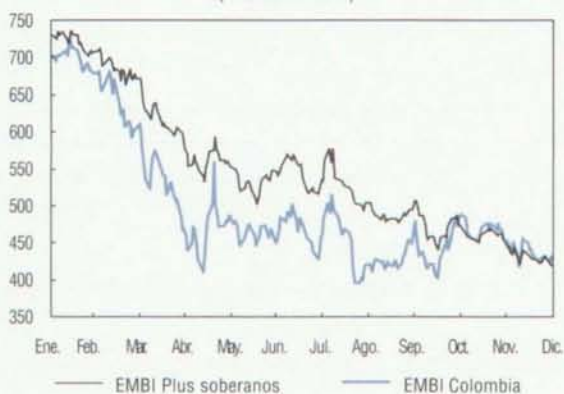


Gráfico 2
Crecimiento del PIB
(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
Spread de los países emergentes
y Colombia, 2003
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

nanciamiento externo y el ingreso de remesas del exterior que han permitido financiar el mayor gasto con holgura en la balanza de pagos. En efecto, el entorno financiero internacional ha sido favorable para los países emergentes y Colombia no ha sido la excepción. Ello se ve reflejado en una disminución en las tasas de interés y en los *spreads* de la deuda emitida por los países emergentes. Este hecho se muestra en el Gráfico 3, donde se aprecia que los *spreads* de la deuda pública colombiana se redujeron sistemáticamente durante todo el año 2003.

Las favorables condiciones en el financiamiento externo y el comportamiento de las remesas han influido en el tipo de cambio nominal peso / dólar, que después de una fuerte devaluación en el primer trimestre del año 2003, se apreció durante el resto del año. El comportamiento del tipo de cambio ha favorecido las condiciones de los agentes endeudados en dólares, sin afectar de forma

fuerte a los sectores transables, probablemente porque otras monedas importantes para el intercambio comercial también se han apreciado frente al dólar.

Este entorno internacional y una posición monetaria medida por parte del Banco de la República han permitido mantener la estabilidad en los mercados financieros domésticos, lo que ha generado un buen marco para la recuperación de los diferentes agentes financieros que actúan en estos mercados. Como reflejo de esto, durante todo el año las tasas de interés de los instrumentos financieros más importantes de la economía se mantuvieron bajas y estables en términos nominales y reales.

C. Precios de los activos

El comportamiento ya comentado del gasto, el producto y el financiamiento externo, tuvo como consecuencia un incremento del precio de los activos domésticos. Es así como los dos activos más importantes del sector privado, firmas y vivienda, experimentaron incrementos en los precios superiores al índice de precios al consumidor (IPC).

En el caso del precio de las firmas, el índice de la Bolsa de Valores de Colombia se ha venido incrementando durante todo el año 2003 por encima del IPC. En el caso de las viviendas, por lo menos en el de Bogotá, la información disponible muestra una valorización de 16% con una recuperación en los precios relativos de estos activos que habían venido deprimiéndose desde mediados de la década pasada.

Al igual que lo ocurrido con el crecimiento de los flujos de gasto y producto, los aumentos de precios de los activos domésticos, aunque han sido mayores que los presentados en los últimos años, resultan menores que los mostrados en los primeros años de la década de los noventa, que fueron la antesala del período de estrés financiero de finales del siglo pasado.

D. Situación fiscal

En el frente fiscal se han producido buenos resultados, parcialmente explicados por el comportamiento del PIB y las condiciones financieras ya señaladas. Específicamente, se ha venido reduciendo el déficit del sector público no financiero (SPNF), haciendo muy probable el cumplimiento de las metas acordadas en este frente con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Adicionalmente, como se verá más adelante, el comportamiento del déficit, la tasa de cambio y el PIB ha llevado a que la relación deuda a PIB modere sustancialmente el crecimiento que venía siendo importante en los últimos años.

A pesar de los puntos expuestos anteriormente, hay que señalar que los resultados de déficit aún están lejanos de los que permitirían mantener permanentemente los indicadores de solvencia en los niveles deseados, por lo cual es muy importante el efecto que las medidas tributarias recientemente adoptadas y las que se han anunciado para el año 2004 tengan sobre la dinámica de la deuda pública.

II. DEUDA BRUTA DEL SECTOR REAL

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

Durante el año 2002 la deuda bruta del sector real creció de forma acelerada, siendo jalonada especialmente por el incremento en el endeudamiento interno y por el efecto-precio sobre la deuda externa generado por la devaluación del segundo semestre. A septiembre de 2003 el crecimiento de la deuda se moderó, hecho fundamentado en el menor endeudamiento externo privado en dólares y en el efecto-precio de la devaluación¹.

El Cuadro 1 muestra la evolución de la deuda bruta del sector no financiero entre 1998 y septiembre de 2003. El endeudamiento del sector no financiero moderó su tasa al pasar de un crecimiento real anual de 11,5% en el año 2002 a 2,5% en septiembre de 2003. Este crecimiento se encuentra inclusive por debajo del promedio registrado entre 1998 y 2001 correspondiente a un crecimiento real anual de 4,5%. En este cambio de dinámica tanto el sector público como el privado jugaron un papel relevante, pero se destaca principalmente la disminución en la tasa de endeudamiento privado.

La deuda del sector privado no financiero decreció 0,2% real anual, reducción principalmente liderada por una disminución de la deuda externa privada de 9% real anual, consecuencia de una contracción de la deuda externa expresada en dólares de 4,6% anual y de una reducción en la devaluación. Por otro lado, la deuda interna privada exhibió un crecimiento real anual de 7,2%.

Por su parte, el SPNF registró un crecimiento real anual de 4,4%. Este crecimiento corresponde principalmente a un incremento real anual de la deuda interna de 7,2%, dado que la deuda externa creció 1,7% real anual. Sin embargo, hay que resaltar que este crecimiento moderado del endeudamiento externo del SPNF se debe primordialmente al efecto-precio de la reducción en la devaluación, dado que la deuda externa en dólares creció 6,6% anual.

Para aislar el efecto-precio de la tasa de cambio, se calculó la devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual de cero a sep-

¹ La devaluación nominal anual de diciembre de 2002 fue de 25%, mientras que la devaluación nominal anual a septiembre de 2003 fue de 2,17%. Hay que aclarar que para estos cálculos se utiliza la tasa representativa del mercado de fin de período.

Cuadro 1
Deuda bruta del sector real, 1998-2003

Año	Sector público no financiero			Sector privado no financiero				Deuda total	
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna 1/	Externa 2/	Total		
	Billones de pesos			millones de US\$	Billones de pesos			millones de US\$	
Sin IFI									
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	50,6	22,6	73,2	14.665,9	121,6
1999	30,5	32,9	63,5	17.547,1	47,5	27,4	74,9	14.624,5	138,4
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	42,2	31,3	73,6	14.061,5	157,7
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	43,5	32,7	76,2	14.273,6	177,7
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	48,6	38,4	87,0	13.421,5	211,9
Sep-03	67,3	66,4	133,7	22.979,3	53,5	38,2	91,8	13.226,2	225,4
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		36,0	16,1	52,1		86,5
1999	20,1	21,7	41,9		31,3	18,1	49,4		91,3
2000	24,0	24,0	48,1		24,1	17,9	42,1		90,1
2001	26,9	27,0	54,0		23,2	17,4	40,6		94,5
2002	31,0	30,5	61,5		23,9	18,9	42,8		104,3
Sep-03	30,7	30,3	61,1		24,5	17,5	41,9		103,0
Con IFI									
1998	23,9	24,4	48,4	15.853,8	52,0	22,6	74,6	14.665,9	123,0
1999	30,6	32,9	63,5	17.547,1	49,2	27,4	76,6	14.624,5	140,1
2000	42,1	42,0	84,1	18.825,4	43,7	31,3	75,1	14.061,5	159,2
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	44,7	32,7	77,4	14.273,6	178,8
2002	62,9	62,0	124,9	21.630,8	49,5	38,4	88,0	13.421,5	212,9
Sep-03	67,3	66,4	133,7	22.979,3	53,5	38,2	91,8	13.226,2	225,4
Como porcentaje del PIB									
1998	17,0	17,4	34,4		37,0	16,1	53,1		87,6
1999	20,2	21,7	41,9		32,5	18,1	50,5		92,4
2000	24,1	24,0	48,1		25,0	17,9	42,9		91,0
2001	26,9	27,0	54,0		23,8	17,4	41,2		95,1
2002	31,0	30,5	61,5		24,4	18,9	43,3		104,8
Sep-03	30,7	30,3	61,1		24,5	17,5	41,9		103,0

Nota: Dado que el CF IFI dejó de ser corporación financiera al ceder sus activos y pasivos a la IOE Bancoldex, el análisis se realiza sin esta institución.

1/ Cartera privada bruta - Créditos entre entidades financieras + Acervo de bonos privados en los balances de las entidades financieras + Titularizaciones de cartera hipotecaria.

2/ Incluye arrendamiento financiero.

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

tiembre de 2003. Si tenemos en cuenta lo anterior, el crecimiento real anual de la deuda del sector real sería de 3,6%, correspondiente a un crecimiento de 5,6% real anual del SPNF y a uno de 0,9% para el sector privado no financiero (Cuadro 2). Lo anterior implica que la moderación en la dinámica del

Cuadro 2
Ejercicio de tasa de cambio (*)

Año	Sector público no financiero				Sector privado no financiero				Deuda total
	Interna	Externa	Total	Externa	Interna	Externa	Total	Externa	
	Billones de pesos			millones de US\$	Billones de pesos			millones de US\$	
2001	50,6	50,8	101,4	22.172,8	43,5	32,7	76,2	14.273,6	177,7
2002	62,9	51,8	114,7	21.630,8	48,6	32,1	80,7	13.421,5	195,4
Sep-03	67,3	68,0	135,3	22.979,3	53,5	39,2	92,7	13.226,2	228,0
Como porcentaje del PIB									
2001	26,9	27,0	54,0		23,2	17,4	40,6		94,5
2002	31,0	25,5	56,5		23,9	15,8	39,7		96,2
Sep-03	30,7	31,1	61,8		24,5	17,9	42,3		104,2

(*) El ejercicio consiste en hallar una devaluación nominal anual consistente con una devaluación real anual de cero para aislar el efecto precio.
Fuente: Superintendencia Bancaria y Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

endeudamiento del sector real ha estado ayudada en gran parte por la evolución de la tasa de cambio.

El Cuadro 1 muestra la relación deuda / PIB del sector real entre 1998 y septiembre de 2003. Este indicador complementa el análisis de la evolución de la deuda agregada, en el sentido de que nos permite ver otra arista de la situación, en la medida que podemos observar el nivel de deuda frente a los ingresos de los deudores. Lo anterior se entiende si tenemos en cuenta que, si bien un aumento en el nivel global de deuda aumenta el riesgo de los acreedores manteniendo todo lo demás constante, los aumentos en el nivel de ésta pueden estar asociados a un incremento en la actividad económica que conduce a mayores ingresos futuros con los cuales se pueden cumplir las obligaciones.

Por otro lado, los incrementos acelerados de esta relación son fuentes de riesgo que pueden afectar al sistema financiero doméstico de dos formas: directa e indirecta. La primera corresponde al hecho que parte de la deuda se financia por medio del sistema financiero doméstico. La segunda afecta el sistema en la medida que los aumentos en la relación incrementan la fragilidad financiera de los deudores, los cuales pueden ver afectada su capacidad de pago ante los choques sobre su solvencia o liquidez.

La relación deuda / PIB disminuyó 1,3 puntos porcentuales a septiembre de 2003, lo cual es un hecho importante, dado que esta relación venía creciendo desde el año 2000 con su mayor pico en 2002. El sector privado redujo esta

relación en 0,9 puntos porcentuales, en tanto que el SPNF exhibió un comportamiento similar al disminuir su relación en 0,4 puntos porcentuales. Cabe destacar que gran parte de la disminución del indicador en el sector privado proviene de la contracción de la deuda externa, que bajó 1,5 puntos porcentuales como porcentaje del PIB. Según se mencionó anteriormente, esto corresponde a la apreciación de la tasa de cambio.

En síntesis, aislando el efecto-precio, el sector privado aumentó por primera vez desde 1998 su endeudamiento total, aunque este crecimiento ha sido bajo. El crecimiento registrado por el endeudamiento interno corresponde principalmente a una recomposición de deuda externa a interna. Finalmente, corrigiendo por devaluación, si bien la dinámica de la deuda del SPNF es moderada con respecto a los años anteriores, esta crece cerca de dos puntos porcentuales por encima del PIB.

III. DEUDORES DEL SISTEMA FINANCIERO

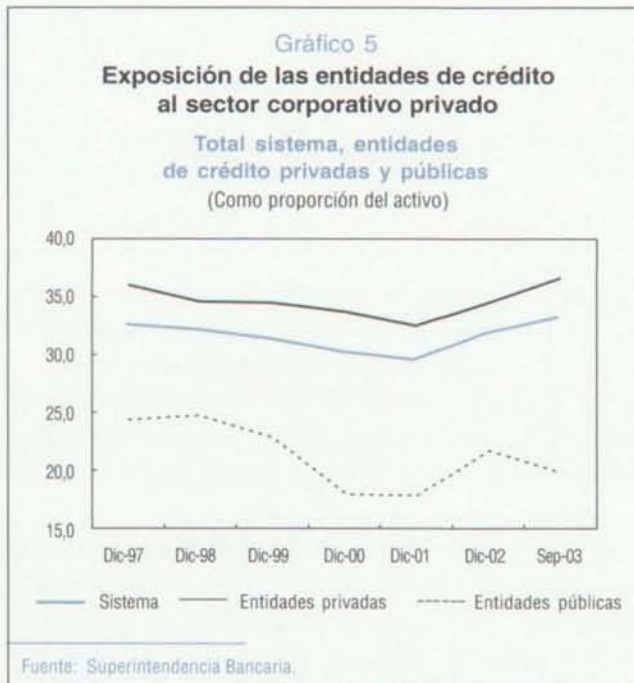
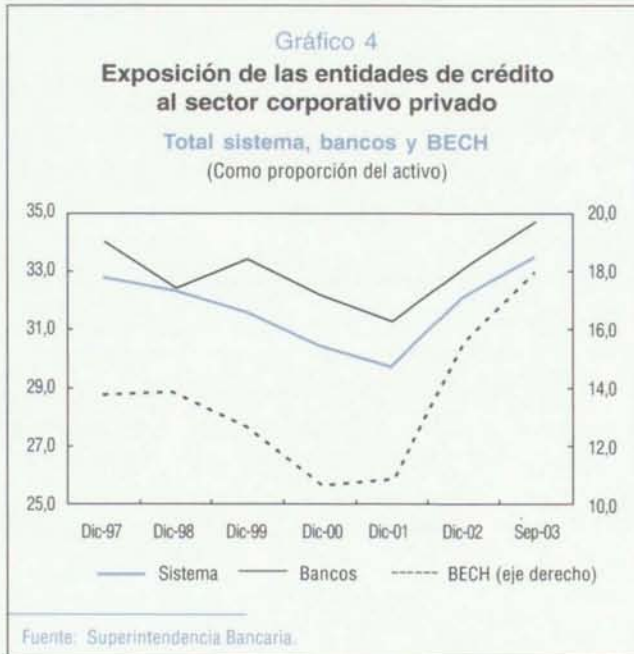
A. Sector corporativo privado

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

a. Monto expuesto

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

La exposición de las entidades de crédito al sector corporativo privado como proporción de su activo se ha incrementado entre el año 2001 y septiembre de 2003 (Gráfico 4). Luego de presentar una tendencia decreciente por cuatro años seguidos desde 1997, el indicador de exposición para septiembre de 2003 (34%) ha alcanzado niveles levemente mayores que los observados en diciembre de 1997 (33%). En lo que va corrido de 2003, el monto expuesto ha pasado de \$28,7 billones (b) en diciembre de 2002 a \$31,2 b en septiembre de 2003, lo cual equivale a un crecimiento real anualizado de 4,5%. A pesar de que este crecimiento es mayor que el 3,97% registrado para el producto a septiembre de 2003, el monto expuesto como porcentaje del PIB a esta fecha de 14% aún es menor que el registrado en diciembre de 1997, de 20%. Por tanto, si se mira la exposición como proporción del activo entre 1997 y sep-



tiembre de 2003, esta es muy similar (dada la reducción en el activo de las entidades de crédito en este lapso), pero si se compara el monto expuesto con la producción de toda la economía la exposición de septiembre de 2003 es bastante menor que la de 1997.

La mayor exposición al sector corporativo privado ocurrida en lo que va del año 2003 se debe a la gran dinámica presentada por la cartera comercial, de microcrédito y *leasing* comercial. Como se observa en el Gráfico 4, los principales tipos de entidades de crédito han jalonado el aumento en el crédito al sector corporativo privado. Los bancos comerciales siguen manteniendo una mayor exposición que los bancos especializados en crédito hipotecario (BECH) a septiembre de 2003 (35% y 18%, respectivamente). Sin embargo, desde diciembre de 2001 este último tipo de entidades y las compañías de financiamiento comercial (CFC) *leasing* se han caracterizado por su rápido crecimiento en cartera comercial.

Al discriminar por la naturaleza privada o pública de las entidades de crédito, se observó

que son las primeras las más expuestas al sector corporativo. Mientras las entidades de crédito privadas tenían a septiembre de 2003 el 37% de sus activos expuestos ante el sector corporativo privado, la exposición en términos de los activos de las entidades de crédito públicas fue de 20%. Se destaca que, a diferencia de las entidades privadas, en lo que va corrido del año para el total de entidades de crédito, las públicas han reducido su exposición al sector corporativo privado (Gráfico 5).

b. Principales deudores del sector corporativo privado²

La concentración del crédito privado ha disminuido en lo que va corrido del año 2003. La participación del crédito privado destinado a los 5.000 principales deudores dentro de la cartera comercial privada total se redujo de 83,0% a 78,6% entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003. De forma similar y entre las mismas fechas, el endeudamiento de los 1.000 principales deudores se redujo de 66,1% a 63,0%. En el caso de los 50 principales deudores la reducción en participación ha sido marginal, por lo que este reducido grupo sigue manteniendo el 20% de la cartera comercial privada total (Gráfico 6). Por tanto, el crecimiento en exposición al sector privado ha venido acompañado de mayor acceso al crédito para deudores que antes no lo tenían o que estaban restringidos en monto.

Hasta el tercer trimestre del año 2003 la cartera privada de los 50, 1.000 y 5.000 principales deudores ha venido mejorando su calidad. Como se aprecia en el Gráfico 7, la cartera de tipo A de los 1.000 y 5.000 principales deudores,

² Con el objetivo de analizar la concentración de los créditos comerciales privados, la evolución de

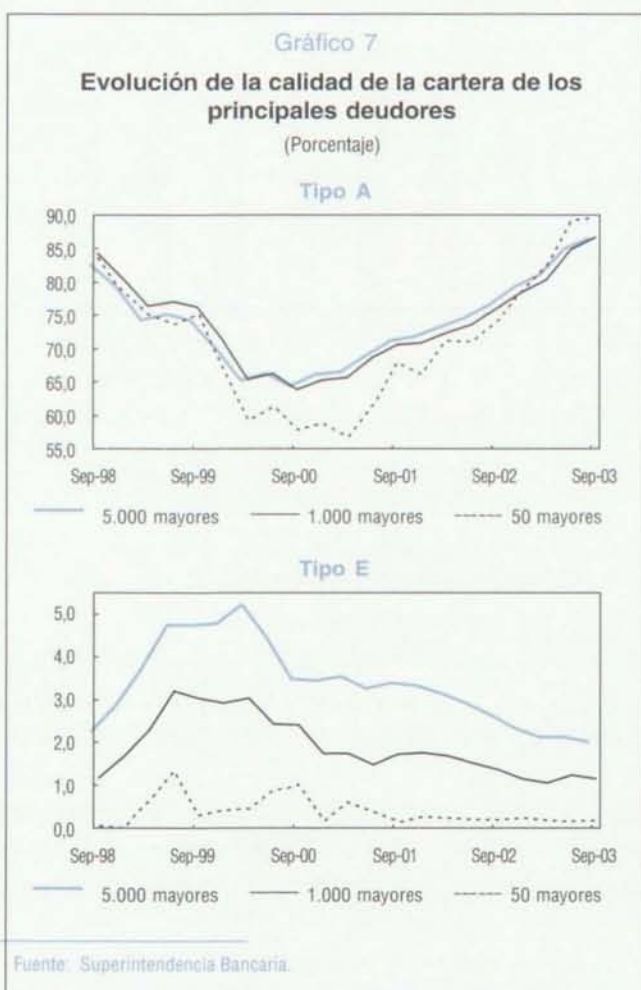
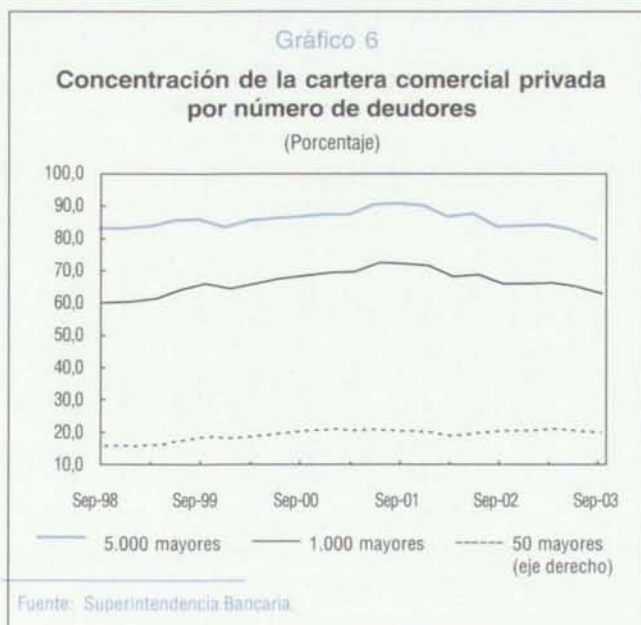
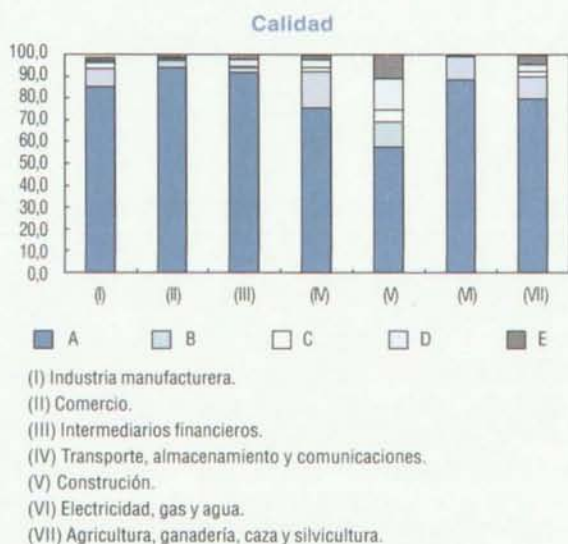


Gráfico 8
Evolución de la cartera comercial privada
de los principales deudores, por ramas
de actividad económica
 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

que en marzo de 2001 representó el 66% de la cartera total otorgada a cada grupo, en septiembre de 2003 representó el 86%. En el caso de los 50 principales deudores, el mejoramiento en la calificación del crédito ha sido aun más rápido, y para septiembre de 2003 la participación de la cartera de tipo A en el total del grupo representó el 89,6%. De forma similar, la baja participación de la cartera de tipo E y su tendencia decreciente presentada desde el año 2000, indican el positivo desempeño que en términos de calidad de cartera han tenido los principales deudores.

Al discriminar por grandes ramas económicas, de 1998 hasta septiembre de 2003, los créditos otorgados a los 5.000 principales deudores no han cambiado de forma importante su destino (Gráfico 8). Aproximadamente el 40% del crédito otorgado a este grupo se sigue concentrando en la industria manufacturera. Mientras las ramas de comercio, y electricidad, gas y agua han incrementado marginalmente su participación, las ramas de intermediación financiera y construcción la han reducido.

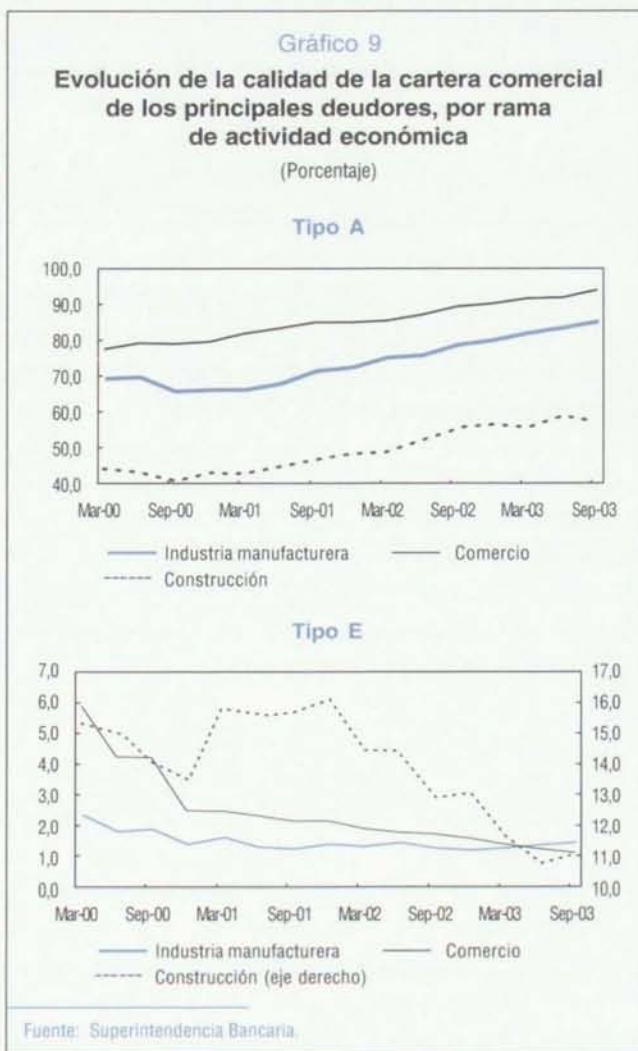
La calidad de la cartera ha mejorado en todos los sectores y a septiembre de 2003 se mantiene una alta participación de cartera de tipo A en las principales ramas como la industria manufacturera y el comercio (85% y 94%, respectivamente). La

su calidad y las ramas económicas a las cuales se ha destinado, se utilizó información para los 50, 1.000 y 5.000 principales deudores privados.

rama con menor proporción de cartera tipo A sigue siendo la construcción con 57%. Sin embargo, al analizar la evolución de la calidad de la cartera se observa cómo esta ha mejorado en todos los sectores, incluyendo la construcción, dado el incremento en la participación de la cartera de tipo A y la reducción de la de tipo E (Gráfico 9)³.

En síntesis, las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país a lo largo del año 2003. A pesar del mayor crecimiento en exposición que en producto (4,5% versus 3,97% en el PIB), a septiembre de 2003 el indicador de exposición con respecto al activo mantuvo niveles levemente superiores a

los observados en 1997. Sin embargo, a septiembre de 2003, la exposición como porcentaje del PIB es menor que la registrada en diciembre de 1997, por lo que no se han alcanzado los niveles de exposición con respecto al total de la economía de 1997. Este aumento en el crédito se ha dado tanto en los bancos comerciales como en los BECH, siendo los primeros los más expuestos. En lo que va corrido del año 2003, la exposición al sector real ha sido adquirida por las entidades de crédito privadas, mientras las públicas han reducido su crédito al sector privado. El crecimiento en exposición al sector privado ha venido acompañado de mayor acceso al crédito y mejor calidad de la cartera de los principales deudores. Dentro de estos últimos, se destacan los agrupados en las ramas de industria manufacturera y comercio, ambas con buena evolución y nivel de calidad de la cartera. Sólo la construcción sigue



³ Los resultados de la construcción, en términos de calidad, reflejan para el sector el producto de un acervo de créditos malos, mas no necesariamente el comportamiento de los nuevos créditos.

presentando niveles de calidad de cartera no tan favorables a pesar de su positivo desempeño reciente.

2. Resultado de las empresas

El deterioro en los estados financieros de las empresas incrementa la probabilidad de no pago que afronta el sistema financiero. Altos niveles de rentabilidad y bajos niveles de endeudamiento alejarán a una empresa de no pagar oportunamente sus deudas al sistema financiero. Ante choques no esperados que reduzcan la capacidad de pago de las empresas, los altos grados de liquidez también alejan a prestatarios de esta situación. Con el fin de identificar los riesgos que las empresas del sector real pueden crear en el sistema financiero, en esta sección se examina la evolución y salud financiera de las empresas privadas a partir de indicadores de rentabilidad, endeudamiento y liquidez. Las razones financieras utilizadas no solo se escogieron por su aplicación en estudios similares realizados para otros países, sino que, además, se basaron en los principales determinantes de fragilidad financiera empresarial identificados para el caso colombiano.

Los estados financieros analizados son los de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores que reportaron a la Superintendencia de Valores hasta septiembre de 2003. Esta información no debe considerarse como representativa del promedio de empresas privadas, ya que en su mayoría son firmas con un gran tamaño tanto en ventas como en activo. Por tal razón, el comportamiento de algunas empresas específicas puede determinar en gran medida los resultados agregados. En promedio, desde 1998, se cuenta con 141 empresas que reportan sus estados financieros con periodicidad trimestral. Para septiembre de 2003 se trabajó con una muestra de 121 empresas, 74 transables y 47 no transables⁴.

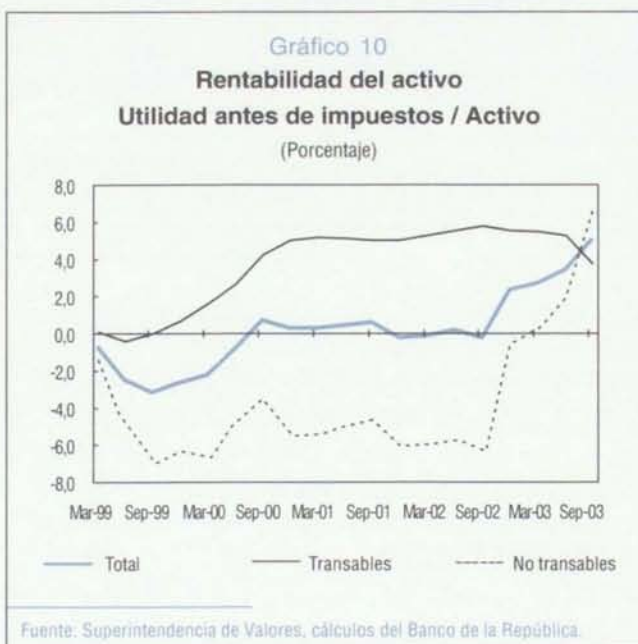
a. Indicadores de rentabilidad⁵

Los indicadores de rentabilidad a septiembre de 2003 muestran a un sector corporativo privado fortalecido después de la crisis vivida en 1999. La rentabilidad del activo ha venido ascendiendo a tasas particularmente altas en el último año, hasta alcanzar niveles superiores a los observados en años anteriores

⁴ Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras.

⁵ Para cuantificar la rentabilidad de las empresas se calculó el indicador retorno sobre activos y se analizó la composición del estado de pérdidas y ganancias (P y G). El retorno sobre activos se definió como la relación entre utilidad antes de impuestos y activo, y muestra la eficiencia con que una firma genera utilidades dado un nivel de recursos (tanto los provistos por los dueños, incluido en el patrimonio, como los provistos por los acreedores incluidos en el pasivo). Se entiende como utilidad antes de impuestos la utilidad operacional más los ingresos no operacionales menos los egresos no operacionales, por lo que no incluye impuestos ni ajustes por inflación. En cuanto al P y G,

a la crisis de 1999. Después de pasar por niveles tan bajos como los presentados en diciembre de 1999 de -2,5%, este indicador muestra una acelerada recuperación en la rentabilidad de las empresas a niveles superiores a los observados en diciembre de 1995 de 3,7%, presentando en septiembre de 2003 un nivel de 5,3%⁶. Sectorialmente esta recuperación se observó en la positiva tendencia que vienen mostrando las empresas productoras de bienes no transables, que pasaron de tener una rentabilidad del activo de -6,5% en sep-



tiembre de 2002 a 6,8% en igual mes de 2003 (Gráfico 10). Dentro de este grupo se destacan las altas utilidades alcanzadas hasta el tercer trimestre del año por la rama de comunicaciones (compuesta por las empresas prestadoras del servicio de telefonía celular) y las sociedades inversoras. De forma opuesta, las empresas productoras de bienes transables han desmejorado su rentabilidad en el último año, después de haber mantenido niveles favorables y estables desde diciembre de 2000. Sin embargo, en septiembre de 2003 este grupo de empresas mantuvo niveles de rentabilidad altos (3,7%).

Las mejoras en rentabilidad ocurridas en el último año para el promedio de firmas se deben principalmente a la reducción en los gastos financieros, y a la mayor eficiencia en los gastos administrativos y de ventas, ambas originadas por las empresas productoras de bienes no transables. Mientras en septiembre de 2002 los gastos financieros para el total de la muestra representaron el 27% de las ventas, en igual mes de 2003 esta participación se redujo a 14% (equivalente a una reducción de \$2,8 b, Cuadro 3).

se construyeron los márgenes de ganancia como la relación entre utilidad (partiendo de la utilidad bruta, pasando por la operacional y terminando con la utilidad antes de impuestos) y las ventas. De esta forma, se intenta medir qué proporción de los ingresos por ventas se conserva una vez se tienen en cuenta los diferentes ingresos y egresos reportados, es decir, se identifican los determinantes de la mayor o menor utilidad final del ejercicio y su evolución. Todas las cifras contenidas en el P y G fueron anualizadas de la siguiente forma: $x_{\text{mes } i \text{ anualizado}} = x_i + x_{\text{dic. anterior}} - x_{i-12}$

⁶ Desde 1995 y hasta 2002 los niveles de la rentabilidad del activo en el mes de diciembre han sido de 3,7%, 2,4%, 2,2%, 0,0%, -2,5%, 0,5%, 0,0% y 2,5%, respectivamente.

Cuadro 3
Composición del estado de pérdidas y ganancias por sectores (*)

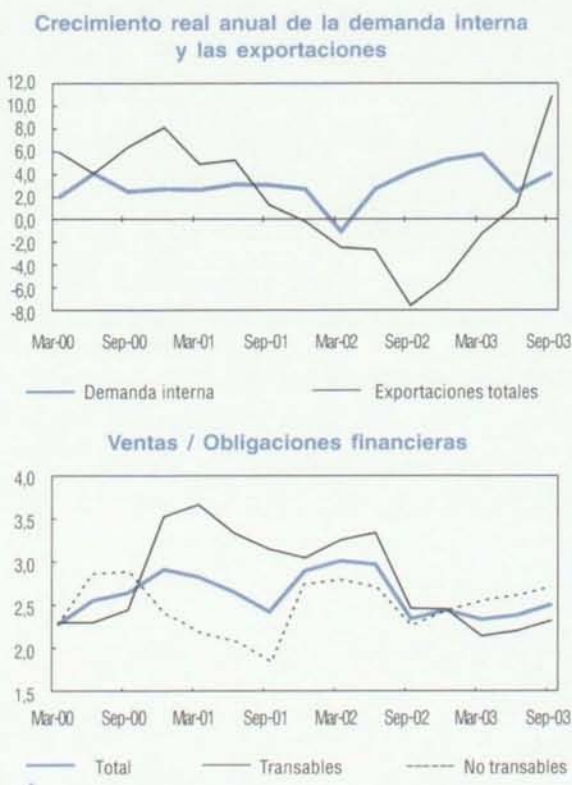
	Billones de pesos			% de ventas		
	Sep-02	Dic-02	Sep-03	Sep-02	Dic-02	Sep-03
Total						
A. Utilidad bruta (1 - 2)	7,7	8,5	9,3	32,7	34,7	34,7
1. Ventas	23,5	24,5	26,9	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	15,8	16,0	17,5	67,3	65,3	65,3
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,4	2,5	2,9	5,9	10,3	10,7
3. Gastos administración	2,9	2,7	2,9	12,4	11,1	10,9
4. Gastos ventas	3,4	3,3	3,5	14,4	13,3	13,2
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	0,0	1,4	3,2	(0,1)	5,6	11,7
5. Ingresos no operacionales	5,0	4,8	4,1	21,1	19,7	15,3
Financieros	3,9	3,5	2,2	16,6	14,3	8,0
6. Egresos no operacionales	6,4	6,0	3,8	27,2	24,4	14,3
Financieros	5,5	4,9	2,6	23,4	19,8	9,7
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(0,2)	1,2	3,2	(0,8)	4,8	12,0
No transables						
A. Utilidad bruta (1 - 2)	4,0	4,4	4,8	31,7	34,2	36,0
1. Ventas	12,6	12,8	13,4	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	8,6	8,4	8,6	68,3	65,8	64,0
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	(0,1)	0,7	1,1	(0,4)	5,7	8,1
3. Gastos administración	2,0	1,8	1,8	16,1	13,9	13,3
4. Gastos ventas	2,0	1,9	1,9	16,1	14,6	14,5
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	(1,5)	(0,1)	2,0	(12,0)	(1,1)	15,3
5. Ingresos no operacionales	3,4	3,1	2,9	26,9	24,4	21,7
Financieros	3,0	2,5	1,8	24,0	19,4	13,5
6. Egresos no operacionales	4,9	4,0	2,0	38,5	31,2	14,6
Financieros	4,4	3,5	1,6	34,5	27,8	12,2
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	(1,4)	0,0	2,3	(10,8)	0,1	16,8
Transables						
A. Utilidad bruta (1 - 2)	3,7	4,1	4,5	33,9	35,3	33,5
1. Ventas	10,9	11,7	13,5	100,0	100,0	100,0
2. Costos de ventas	7,2	7,6	9,0	66,1	64,7	66,5
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	1,5	1,8	1,8	13,4	15,4	13,2
3. Gastos administración	0,9	0,9	1,1	8,2	8,0	8,4
4. Gastos ventas	1,3	1,4	1,6	12,4	11,9	11,8
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	1,5	1,5	1,1	13,7	12,9	8,2
5. Ingresos no operacionales	1,6	1,7	1,2	14,3	14,5	9,0
Financieros	0,9	1,0	0,3	8,0	8,7	2,5
6. Egresos no operacionales	1,5	2,0	1,9	14,0	17,0	14,0
Financieros	1,1	1,3	1,0	10,5	11,1	7,3
D. Utilidad final (C + Ajustes por inflación - Impuestos)	1,2	1,2	1,0	10,8	10,0	7,3

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

De igual forma, el menor gasto administrativo y de ventas para el total de la muestra permitió aumentar levemente la rentabilidad operacional, medida como la participación de la utilidad operacional en las ventas. Estas fueron las dos razones que más contribuyeron a mejorar la rentabilidad, medida como la participación de la utilidad antes de impuestos en el nivel de ventas, que era de 0% en septiembre de 2002, y pasó a 12% en igual mes de 2003.

A pesar de la mejor evolución en la rentabilidad del activo en las empresas productoras de bienes no transables, el crecimiento real de sus ventas en el último año (-1%) no ha sido tan dinámico como el de las firmas productoras de bienes transables (17%). En el caso de las no transables, el comportamiento en ventas de la muestra no es consistente con el gran dinamismo presentado por la demanda interna ni el PIB de no transables en el último año (Gráfico 11, panel superior)⁷. Hay que tener en cuenta que las ventas de empresas productoras de bienes no transables de la Superintendencia de Valores, representan un porcentaje bajo del total de ventas de empresas no transables⁸. En el caso de las empresas productoras de bienes transables, el dinamismo en ventas es consistente con los mejores crecimientos exhibidos por las exportaciones, que en septiembre de 2003 presentaron un alto crecimiento anual⁹.

Gráfico 11
Demanda interna y exportaciones
e indicador Ventas / Obligaciones financieras
(Porcentaje)



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

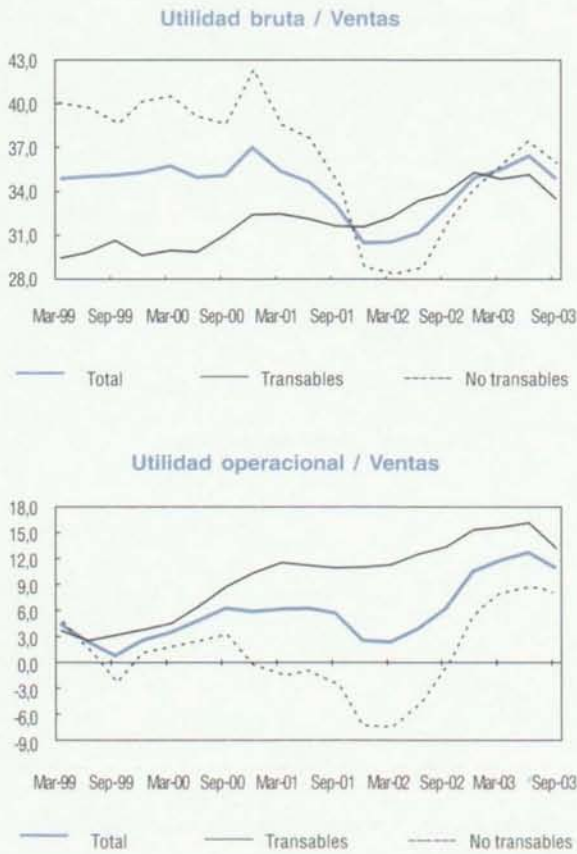
⁷ Esto sucede ya que casi la mitad de las ventas de la muestra de empresas productoras de bienes no transables pertenece a la rama de artículos varios de consumo popular, donde se encuentran tres almacenes de cadena con pobre dinamismo en ventas entre septiembre de 2002 y septiembre de 2003. Al no tener en cuenta este grupo de empresas, las ventas de las empresas productoras de bienes no transables en el último año crecieron 16% en términos reales.

⁸ El 18% en diciembre de 2002 para 9.094 empresas reportaron sus balances a la Superintendencia de Sociedades y a la de Valores.

⁹ Este alto incremento (11%) está relacionado con las grandes exportaciones de carbón y petróleo realizadas en el año 2003.

Gráfico 12

Márgenes bruto y operacional
(Porcentaje)



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

ras de bienes no transables son menos eficientes administrativamente en promedio, lo que se observa en el menor margen operacional de este grupo (Gráfico 12 panel inferior) y en el mayor nivel de gastos administrativos y de ventas como proporción de las ventas (28% de las no transables *versus* 20% de las transables, Cuadro 3). La segunda diferencia entre sectores radica en el impacto neto de los pagos financieros, que es positivo para las empresas productoras de bienes no transables (consistente con el menor uso de apalancamiento financiero) y negativo para las transables. Como ya se anotó, ha sido este factor el que ha determinado la mayor diferencia entre sectores, aumentando la rentabilidad en las empresas productoras de bienes no transables y disminuyéndola en las transables (que por primera vez desde septiembre de 1998 muestran menores niveles de rentabilidad del activo que las no transables).

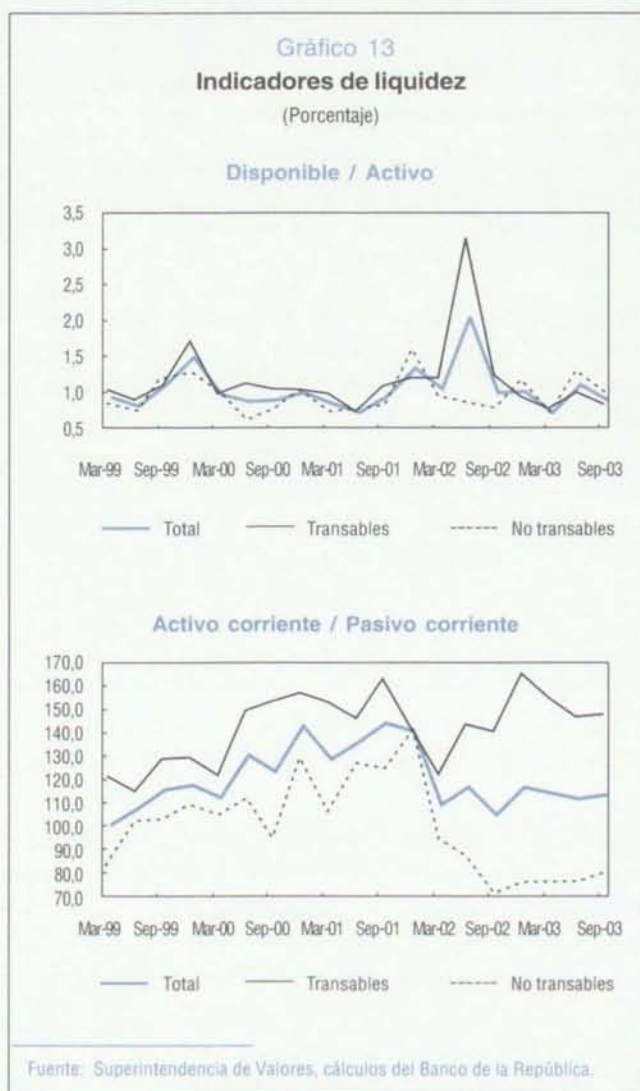
Cuando se estandariza el nivel de ventas por el nivel de obligaciones financieras, se observa mejor la evolución en rentabilidad de ambos grupos de empresas. Mientras las productoras de bienes no transables se caracterizaron por disminuir su nivel de endeudamiento en el último año, las transables lo aumentaron (como se detalla más adelante en los indicadores de endeudamiento). Por tanto, aun cuando las empresas productoras de bienes transables incrementaron su nivel de ventas en forma importante, la eficiencia de estas ventas por unidad financiada apalancada es mayor en las no transables en lo que va corrido del año 2003 (Gráfico 11, panel inferior).

Al tercer trimestre de 2003 subsisten dos diferencias en la eficiencia de ambos sectores. La primera diferencia es que las empresas productoras

b. Indicadores de liquidez¹⁰

Las condiciones de liquidez no se han modificado en el último año. Mientras la liquidez inmediata del disponible no muestra una gran variación en sus niveles ni diferencias relevantes entre sectores¹¹, la relación corriente presenta desde marzo de 2002 un mayor nivel de liquidez para las empresas productoras de bienes transables (Gráfico 13). Esta diferencia entre sectores, se debe a la reducción en la duración del activo en el balance de las empresas productoras de bienes transables (por una mayor importancia en el rubro deudores de corto plazo), y a la mayor financiación de largo plazo que presenta el pasivo de este grupo. Por tanto, a septiembre de 2003 no han cambiado las condiciones de liquidez de las empresas en

el último semestre, en tanto que la liquidez inmediata se mantiene en niveles usuales en ambos sectores, la menos inmediata sigue presentando a las empresas productoras de bienes transables como las más líquidas.



¹⁰ El riesgo de iliquidez en las empresas puede afrontarse temporalmente, manteniendo un mayor volumen de activos fácilmente realizables como proporción de las obligaciones de corto plazo o de los recursos disponibles. Este amortiguador, reflejo de la liquidez de las empresas, se midió a partir de la relación disponible / activo y de la relación corriente (activo corriente / pasivo corriente). El primero refleja de mejor manera el grado de liquidez inmediata de una empresa, mientras que el segundo compara una liquidez no tan inmediata (que incluye cambios en eficiencia derivados del manejo de inventario, inversiones temporales y deudores de corto plazo) con el pasivo de corto plazo.

¹¹ La observación atípica observada en junio de 2002 corresponde enteramente a un exceso de efectivo en una empresa del sector de bebidas.

Gráfico 14
Indicador de endeudamiento
Obligaciones financieras / Activo
 (Porcentaje)



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

c. Indicadores de endeudamiento¹²

En el último año el endeudamiento de las empresas¹³ se ha reducido para el promedio de las firmas, pasando de 20% en septiembre de 2002 a 18% en igual mes de 2003. Este comportamiento no ha sido homogéneo entre sectores. Las empresas productoras de bienes no transables han reducido el nivel de sus obligaciones financieras en \$700 miles de millones (mm), al pasar de \$5,6 b a \$4,9 b entre septiembre de 2002 y 2003. Esta importante reducción en el nivel

de deuda financiera, se ha dado en un entorno de altos crecimientos en el tamaño del activo del sector (20% real en el último año), en donde ha primado la reducción del financiamiento con recursos externos a la firma y la mayor capitalización patrimonial (mientras que el patrimonio en el último año creció 35% real, el pasivo decreció en 2% real). De forma opuesta, en el mismo período de tiempo las empresas productoras de bienes transables han incrementado sus obligaciones financieras en \$1,16 b, de \$4,6 b a \$5,8 b, respectivamente. A pesar de la mayor cantidad de recursos externos a la firma, este grupo de empresas ha presentado un menor crecimiento de su balance, dado el bajo crecimiento real de los activos y el patrimonio en el último año (9% en ambos casos). Las diferencias ya descritas entre sectores han permitido a las empresas productoras de bienes no transables tener un indicador de endeudamiento menor que el de las transables, contrario a lo ocurrido en los últimos años (Gráfico 14).

Las obligaciones financieras aumentaron levemente su nivel gracias al mayor endeudamiento denominado en moneda extranjera en el último año. El

¹² Como medida del grado de apalancamiento se utilizó el cociente de endeudamiento a partir de la relación obligaciones financieras a activo. Este indicador no captura el efecto de los flujos de caja necesarios para cumplir con el pago de intereses y que puede dar origen a presiones financieras por el mayor riesgo percibido de no pago de la deuda. Para capturar estos efectos se calculó la carga de intereses como la relación entre egresos financieros, y la suma de ingresos operacionales y financieros. Resulta importante analizar ambos indicadores al tiempo para determinar si las presiones financieras que afronta una empresa tienen su origen en altas tasas de interés o baja rentabilidad temporal, o por un alto acervo de deuda (caso en el cual será más difícil acceder al sistema financiero para refinanciar el monto adeudado).

¹³ Medido como la relación de obligaciones financieras a activo. Al incluir el efecto de los proveedores en el numerador de la relación, la conclusión es la misma.

endeudamiento denominado en pesos redujo su nivel de \$4,72 b en septiembre de 2002 a \$4,62 b en igual mes de 2003. El Cuadro 4 permite determinar cómo el mayor endeudamiento de las empresas productoras de bienes transables se ha concentrado en obligaciones financieras externas¹⁴. Por su lado, las firmas productoras de bienes no transables redujeron tanto el nivel de las obligaciones denominadas en pesos como en moneda extranjera, manteniendo una proporción cada vez menor de estas últimas, y, por tanto, disminuyendo su exposición a variaciones en el tipo de cambio.

Las entidades de crédito locales han incrementado levemente su nivel de crédito otorgado a las empresas de la muestra. El nivel de la exposición de las entidades domésticas creció en 1% pasando de \$3,77 b a \$3,81 b entre septiembre de 2002 e igual mes de 2003, siendo los bancos nacionales los principales acreedores con \$2,77 b. Este bajo crecimiento se debe a que la muestra no es homogénea. El crecimiento en la exposición del sistema financiero calculado a partir de una muestra homogénea de 116 empresas entre septiembre de 2002 y 2003 fue de 6% (de \$3,47 b a \$3,69 b), variación que sigue

Cuadro 4
Obligaciones financieras, nivel y participación, según sector y origen (*)

	Nivel (billones de pesos)				(% de participación)	
	Externas	Internas			Externas	Internas
		Total	Con entidades de crédito	Con otros		
Total						
Sep-02	5,54	4,72	3,77	0,95	54,0	46,0
Mar-03	6,15	4,66	3,82	0,84	57,0	43,0
Sep-03	6,10	4,62	3,81	0,82	57,0	43,0
No transables						
Sep-02	3,35	2,28	1,73	0,54	60,0	40,0
Mar-03	3,10	2,14	1,66	0,48	59,0	41,0
Sep-03	2,83	2,10	1,64	0,46	57,0	43,0
Transables						
Sep-02	2,19	2,45	2,04	0,41	47,0	53,0
Mar-03	3,05	2,52	2,16	0,36	55,0	45,0
Sep-03	3,28	2,52	2,16	0,36	57,0	43,0

(*) Las obligaciones financieras externas corresponden a las emitidas por bancos del exterior y entidades financieras del exterior. Las obligaciones financieras internas o en pesos corresponden a las emitidas por el sistema financiero colombiano (bancos, BECH, CF y CFC), los compromisos de recompra de inversión y de cartera negociada, las obligaciones gubernamentales, y otras.

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

¹⁴ En el último año, estas se incrementaron en \$1,08 b debido principalmente al comportamiento de la rama de bebidas, y pasaron de representar el 47% de las obligaciones financieras a representar el 57%.

siendo menor que la observada para la cartera comercial total (9%). Las obligaciones financieras con corporaciones financieras, CFC y BECH fueron las de menor dinamismo en el último año y las de menor nivel en septiembre de 2003, con \$627 mm, \$402 mm y \$12 mm, respectivamente. La menor importancia del crédito con las entidades de crédito en el último año, se observó principalmente en las ramas de alimentos, sociedades inversoras y artículos de consumo popular. Por otro lado, las ramas con mayor dinamismo fueron químicos, otros servicios, y papel y pulpa (Cuadro 5).

Después de la gran devaluación ocurrida en el tercer trimestre de 2002, la presión financiera de las empresas vuelve a mostrar niveles aceptables¹⁵. El panel superior del Gráfico 15, muestra cómo el nivel de presión financiera en ambos sectores se redujo a niveles muy parecidos a los observados en junio de 2002 (6% para las empresas productoras de bienes transables y 10% para las de no transables). Tal como se anotó en el reporte pasado, el incremento en la presión financiera debido a la alta devaluación en septiembre de 2002 se concentró en la rama de comunicaciones. Al aislar el efecto de comunicaciones del indicador (Gráfico 15, panel inferior), la presión financiera para el resto de empresas también muestra una mejora marginal y una tendencia

Cuadro 5
Evolución de las obligaciones financieras con el sistema financiero doméstico
por tipo de emisor en el último año, principales ramas de actividad
(Miles de millones de pesos)

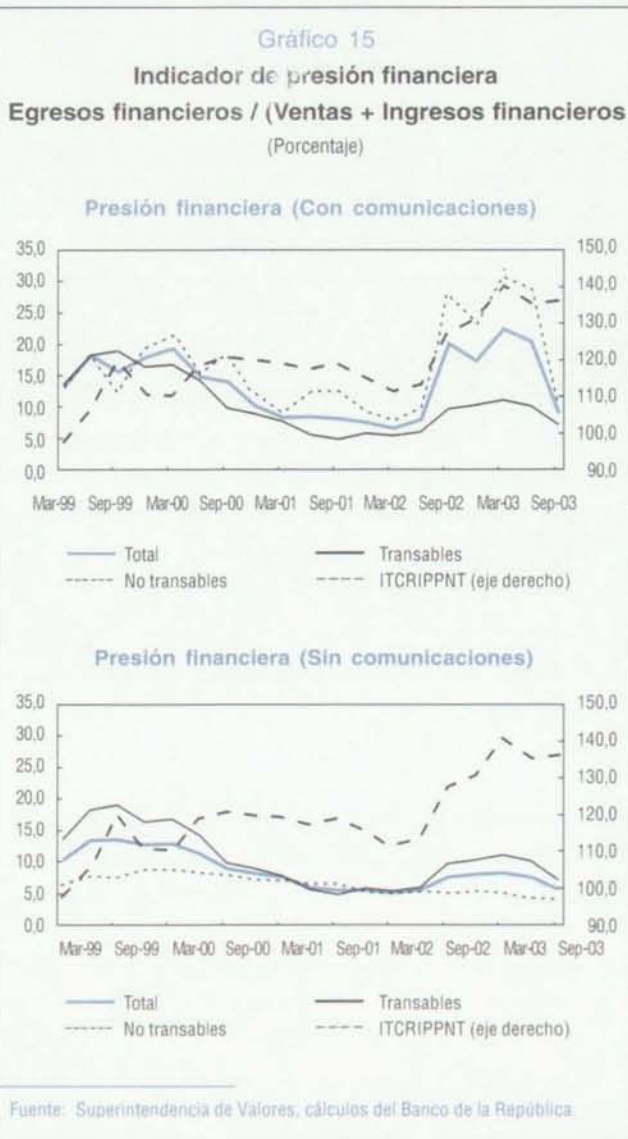
	Bancos comerciales		Corporaciones financieras		CFC		BECH		Total sistema financiero	
	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03	Sep-02	Sep-03
Alimentos	324	211	115	81	13	3	0	0	452	296
Bebidas	427	481	25	57	0	0	67	0	519	538
Textiles y confecciones	123	117	47	39	10	8	0	0	180	165
Papel y pulpa	82	130	34	35	0	3	0	3	116	170
Químicos	193	319	42	41	4	1	0	0	240	361
Cemento	157	150	50	61	4	11	0	8	211	231
Arts. consumo popular	489	453	15	10	0	0	0	0	504	463
Comunicaciones	118	97	76	90	5	3	0	0	199	191
Sociedades inversoras	227	182	71	38	344	348	16	0	657	568
Otros servicios	121	182	22	31	0	0	0	0	143	214
Resto de ramas	394	442	138	142	17	25	1	1	550	611
Total general	2.654	2.766	636	627	398	402	84	12	3.771	3.806

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

¹⁵ La presión financiera fue medida a través del indicador de carga de intereses (egresos financieros / (ventas + ingresos financieros)). La gran caída en este indicador en el último trimestre se debe a la forma en la cual se anualizaron las cifras del P y G, específicamente los egresos financieros.

decreciente en el último año. Por tanto, las empresas de la muestra han podido reducir su nivel de presión financiera en el último año a niveles observados antes del choque en el tipo de cambio. Este ajuste se ha dado tanto en los precios (dados los bajos niveles de tasas de interés y devaluación) como en las cantidades.

Como lo registran los indicadores de endeudamiento para el total de la muestra, en el último año las empresas han reducido su nivel de apalancamiento y su grado de presión financiera. Tan solo la rama de bebidas ha incrementado el nivel de sus obligaciones financieras, específicamente las denominadas en moneda extranjera. El riesgo de las entidades de crédito domésticas con el grupo de empresas examinado no se ha incrementado significativamente, y en términos reales ha disminuido.



RECUADRO 1

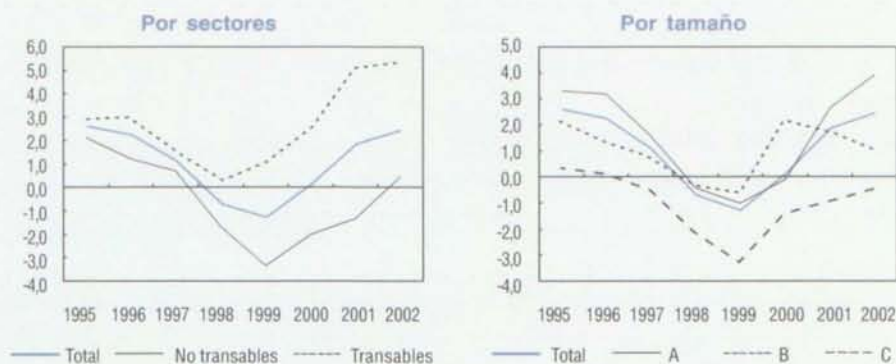
BALANCE DE LAS EMPRESAS PRIVADAS EN EL AÑO 2002

Con el fin de complementar el análisis periódico que se hace en este reporte a las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores, en este recuadro se hace un breve recuento sobre el desempeño de una amplia muestra de empresas en el que se incluyen los estados financieros de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades.

Después de un proceso de depuración de los datos, en promedio entre 1995 y 2002, se contó con los balances de 8.408 empresas¹. Se las clasificó por ramas como productoras de bienes transables y no transables, y por tamaño².

Los indicadores de rentabilidad mostraron una recuperación de las empresas privadas durante el año 2002 después de la crisis vivida en 1999. La rentabilidad del activo, que había sido negativa en los años de 1998 a 1999 (-0,7% y -1,3%) y casi nula en el año 2000 (0,1%), presenta en 2002 (2,4%) un nivel levemente superior al registrado en 1996 antes de la crisis (2,3%). Esta dinámica hacia mayores niveles de utilidad se ha dado tanto en las empresas productoras de bienes transables como en las no transables, quienes a pesar de mantener una menor rentabilidad, para el año 2002 ya presentan utilidades en sus balances (Gráfico 1 R1, panel izquierdo). Al discriminar por tamaño, las empresas más rentables son las que registraron mayor nivel de ventas, quienes al igual que las empresas de tamaño pequeño, vienen recuperando su rentabilidad. En forma opuesta, las de tamaño medio han desmejorado la rentabilidad del activo entre 2001 y 2002, después de haber mantenido los niveles más altos en este indicador durante los años 1999 y 2000 (Gráfico 1 R1, panel derecho).

Gráfico 1 R1
Rentabilidad del activo
 (Porcentaje)



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

¹ Se excluyeron empresas con problemas contables en sus balances y empresas con ventas nulas.
² Como transables, se clasificaron las empresas pertenecientes a las ramas de agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras, e industrias manufactureras. Dependiendo del tamaño de las ventas, las empresas se clasificaron en tres categorías, siendo A 10% de las empresas con mayores ventas y C el 60% de ellas con menores ventas.

El origen de esta mayor rentabilidad para el total de la muestra se halla en la mayor eficiencia en el proceso productivo³. Durante el año 2002 las empresas presentaron un crecimiento en las ventas mayor que el de los costos, lo que permitió incrementar el margen bruto de 28% a 30%. Mientras los gastos administrativos y de ventas han mantenido su participación constante en las ventas, los ingresos y egresos no operacionales de las empresas afectaron nuevamente en forma negativa el nivel de la utilidad. A pesar de las bajas tasas de interés que se observaron durante el año 2002, los ingresos y egresos financieros de las empresas crecieron a causa de la gran devaluación ocurrida en el segundo semestre.

Al discriminar por sector, se observó el crecimiento en las ventas tanto en las empresas productoras de bienes no transables como en las de transables, propiciadas por el restablecimiento de la demanda interna en el primer caso y por el valor en pesos de las ventas de bienes transables después de la devaluación en el segundo. A pesar de haber generado la mayor eficiencia en el proceso productivo y administrativo, las empresas productoras de bienes no transables fueron las que más se vieron afectadas por el choque al tipo de cambio. Esto se debe a que sus ventas no responden positivamente a devaluaciones como en el caso de los bienes transables, mientras que sí afecta negativamente a las de no transables que están endeudadas en moneda extranjera (efecto de hojas de balance). Por tanto, la mayor sensibilidad de la utilidad ante los choques en el tipo de cambio redujo la recuperación rentable de las no transables durante el año 2002 (cuadros 1 R1 y 2 R1).

La mayor generación de ingresos que se observa desde el año 2000 ha permitido a las empresas reducir el riesgo de liquidez, al mantener una mayor proporción de disponible en su activo. Al analizar un indicador de liquidez no tan inmediata como la relación corriente, se observa cómo éste se ha mantenido estable en el último par de años. Los componentes más dinámicos del activo corriente durante 2002 fueron deudores e inventarios, reflejo del mayor nivel en las ventas ya anotado (Gráfico 2 R1).

El endeudamiento, medido como la relación entre obligaciones financieras y activo de las empresas privadas, se redujo durante el año 2002 a un nivel de 16%. El menor apalancamiento no se observó solamente en el bajo crecimiento de las obligaciones financieras de las empresas en el año 2002 (14%), sino en todo el pasivo, que creció 12%, inferior al crecimiento de los activos (24%) y por tanto del patrimonio (32%). Sin embargo,

³ Al analizar la composición del estado de pérdidas y ganancias (P y G) es posible tener una aproximación sobre la eficiencia con la cual las empresas llevan a cabo su proceso productivo (por medio de la utilidad bruta), la eficiencia administrativa y de ventas (por medio de la utilidad operacional) y la eficiencia general del negocio antes de impuestos (por medio de la utilidad antes de impuestos).

Cuadro 1 R1
Composición del estado de pérdidas y ganancias

	1995	1997	1999	2001	2002	1995	1997	1999	2001	2002
	Billones de pesos					Participación sobre ventas				
A. Utilidad bruta (1 - 2)	16,9	25,3	29,9	36,9	44,3	28,1	29,1	30,3	27,8	29,7
1. Ventas	60,1	86,8	98,7	132,8	149,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Costo de ventas	43,2	61,5	68,8	95,8	105,0	71,9	70,9	69,7	72,2	70,3
B. Utilidad operacional (A - 3 - 4)	3,1	4,6	3,9	6,7	10,3	5,2	5,3	4,0	5,0	6,9
3. Gastos administrativos	7,5	11,1	13,6	14,9	17,4	12,6	12,8	13,8	11,2	11,7
4. Gastos ventas	6,3	9,6	12,4	15,3	16,6	10,4	11,0	12,6	11,6	11,1
C. Utilidad antes de impuestos (B + 5 - 6)	2,4	1,6	(2,4)	3,7	6,0	3,9	1,9	(2,4)	2,8	4,0
5. Ingresos no operacionales	4,5	7,2	10,7	8,2	16,7	7,5	8,3	10,9	6,2	11,2
6. Egresos no operacionales	5,2	10,2	17,0	11,2	21,0	8,7	11,7	17,2	8,4	14,0
D. Utilidad final										
(C + Ajustes por inflación - Impuestos)	2,5	2,5	(2,7)	1,6	3,3	4,2	2,9	(2,7)	1,2	2,2

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

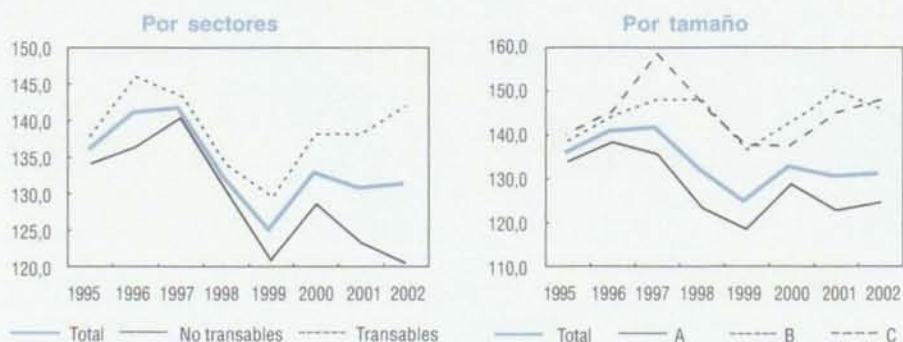
Cuadro 2 R1
Composición del balance, 2001-2002
(Billones de pesos)

Activo			Pasivo		
	2001	2002		2001	2002
	(Corto plazo)			(Corto plazo)	
Activo corriente	63,7	72,3	Pasivo corriente	48,7	55,0
Disponible	4,3	4,9	Obligaciones financieras	15,3	17,6
Inversiones	7,6	7,2	Proveedores	13,2	15,1
Deudores	31,6	37,8	Cuentas por pagar	11,1	11,6
Inventario	18,8	20,9	Impuestos	2,6	3,5
Diferidos	1,3	1,5	Obligaciones laborales	1,3	1,4
	(Largo plazo)		Otros pasivos	4,7	5,5
Activo no corriente	135,6	173,9	Bonos y papeles comerciales	0,4	0,4
Inversiones	33,2	37,9		(Largo plazo)	
Deudores	5,3	5,6	Pasivo total	81,1	90,8
Propiedad planta y equipo	39,6	42,3	Obligaciones financieras	19,5	21,9
Intangible	10,1	12,2	Cuentas por pagar	4,0	4,0
Diferidos	9,4	9,8	Obligaciones laborales	0,2	0,2
Otros activos	0,5	0,5	Otros pasivos	5,8	5,9
Valorizaciones	37,6	65,8	Bonos y papeles comerciales	2,9	3,8
			Pasivo no corriente	32,5	35,8
Activo total	199,2	246,2			
			Patrimonio	118,1	155,4

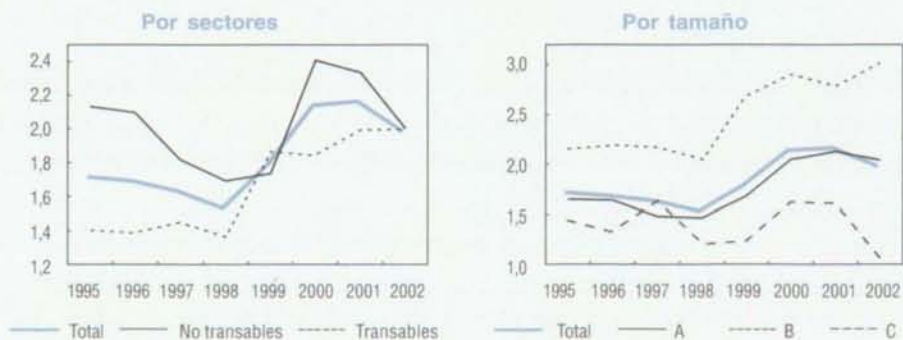
Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2 R1
Indicadores de liquidez
(Porcentaje)

Activo corriente / Pasivo corriente



Disponibles / Activo

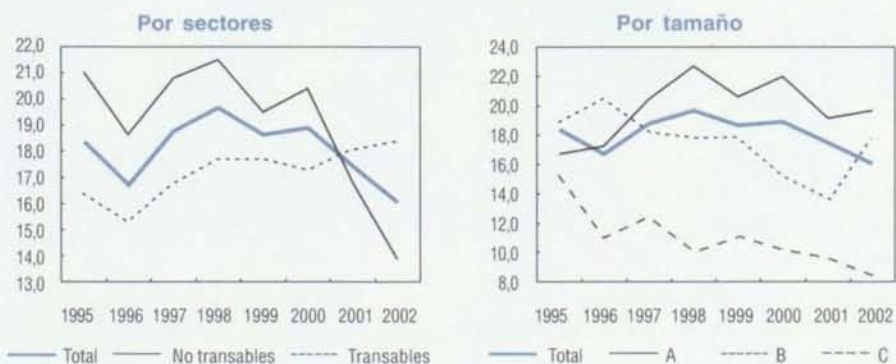


Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

la capitalización patrimonial de 2002 fue realizada por el grupo de empresas productoras de bienes no transables, quienes desde el año 2001 vienen presentando menores niveles de apalancamiento financiero que las de transables y mayores crecimientos en su balance. Mientras las de no transables incrementaron su activo en 34% en el año 2002, las de transables sólo lo hicieron en un 10%⁴. El alto crecimiento de los balances de las empresas como proporción del PIB, fue síntoma de la expansión que el sector real tuvo en el año 2002 (Gráfico 3 R1).

⁴ Las empresas productoras de bienes transables incrementaron levemente su endeudamiento. Sin embargo, esta tendencia no es la misma al excluir de la muestra a una empresa del sector de bebidas, que durante 2002 incrementó en forma importante sus obligaciones financieras y su apalancamiento por medio de bonos de largo plazo.

Gráfico 3 R1
Indicadores de endeudamiento
Obligaciones financieras / Activo
 (Porcentaje)



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

Por tamaño, las empresas de mayores ventas son las más endeudadas y presentaron incrementos en el indicador. Se destaca el alto crecimiento en obligaciones financieras registrado por el grupo de empresas de tamaño B, que al igual que las de tamaño A se habían caracterizado durante el año 2001 por una reducción en su apalancamiento financiero. Las empresas más pequeñas, por su parte, vienen reduciendo su endeudamiento desde 1995, debido, en el último año, al menor nivel en sus obligaciones financieras.

Durante el año 2002 las obligaciones financieras mantuvieron una composición similar a la presentada en 2001, con un incremento en las denominadas en moneda extranjera y una disminución en las obligaciones emitidas por las entidades de crédito. El alto crecimiento de las obligaciones contraídas con entidades del exterior de 26%, se ve atenuado al excluir el efecto de la devaluación, si se tiene en cuenta que el crecimiento de estas obligaciones en dólares fue de solo 1%. Por otro lado, aproximadamente la mitad de las obligaciones financieras se contrae con entidades de crédito nacionales, las cuales crecieron 8% entre 2001 y 2002 (de \$17,4 b a \$18,8 b). Este aumento es menor que el registrado por la cartera comercial en el mismo período, de 12%, lo que puede deberse al mayor financiamiento de empresas no contenidas en la muestra. Las entidades más expuestas son los bancos comerciales, seguidos de las corporaciones financieras (CF), las CFC y los BECH (Cuadro 3 R1).

En resumen, durante el año 2002 las empresas privadas mostraron mejores perspectivas en sus indicadores, y por tanto, se puede decir que ya han salido de la situación de crisis que vivieron durante el año 1999. En el despegue en ventas se basó la mayor eficiencia en

el proceso productivo, a partir del cual se alcanzaron rentabilidades similares a la de 1996. Aún se observa una baja rentabilidad en las empresas productoras de bienes no transables debido a los choques al tipo de cambio observados en 2002, sin embargo, y en concordancia con los balances a septiembre de 2003 de las empresas que reportan a la Superintendencia de Valores, se espera que la recuperación de este grupo sea aun más fuerte que en 2002 dada la estabilidad en los precios observada durante el año 2003. Desde el período de crisis las empresas privadas han reducido el endeudamiento y aumentado el nivel de efectivo en sus balances, reduciendo el riesgo de liquidez que tanto las afectó en 1999. El año 2002 se caracterizó por la financiación interna de las empresas privadas, especialmente las productoras de bienes no transables (se observó una capitalización patrimonial de este grupo, que incrementó en forma importante el tamaño de su balance y recuperó el crecimiento en las ventas dada la reactivación en la demanda interna). Por tanto, los saldos de endeudamiento externo (tanto con el sistema financiero nacional, entidades del exterior, proveedores, y demás rubros del pasivo) no se incrementaron de forma importante y jugaron un papel secundario en la financiación de las empresas privadas para el total de la muestra y empresas productoras de bienes no transables⁵.

Cuadro 3 R1
Composición de las obligaciones financieras

	2001	2002	2001	2002	2001-2002
	Biliones de pesos		Participación %		Crecimiento %
Entidades de crédito nacionales	17,44	18,82	50,2	47,7	7,9
Bancos comerciales	13,76	14,93	39,6	37,8	8,5
BECH	0,39	0,34	1,1	0,9	(11,0)
CF	2,59	2,51	7,5	6,3	(3,4)
CFC	0,70	1,04	2,0	2,6	48,2
Entidades del exterior	12,00	15,13	34,5	38,3	26,1
Otros (*)	5,33	5,54	15,3	14,0	4,0
Obligaciones financieras totales	34,77	39,49	100,0	100,0	13,6

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

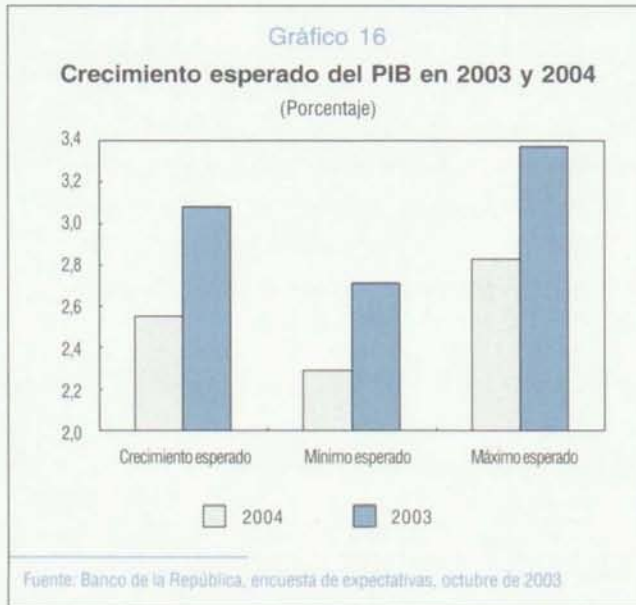
Fuente: Superintendencias de Sociedades y de Valores, cálculos del Banco de la República.

⁵ Las empresas productoras de bienes transables sí se financiaron en gran medida por medio de obligaciones financieras, sin embargo, y dado el bajo crecimiento de su balance, el crecimiento de este mayor endeudamiento fue bajo (12%).

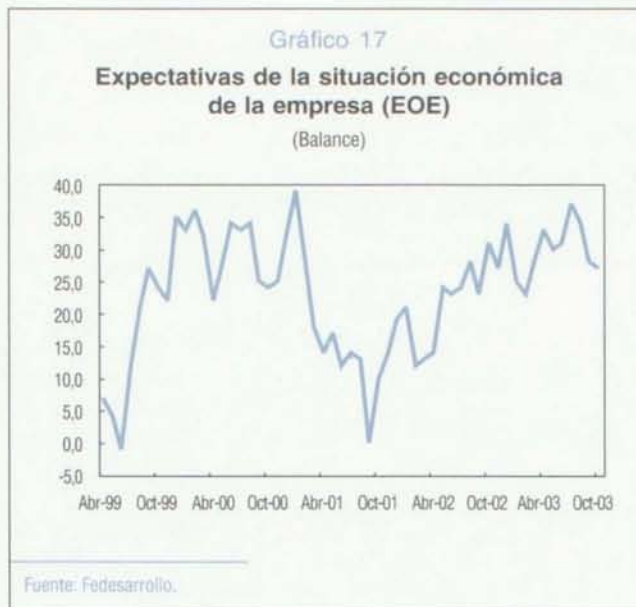
3. Expectativas empresariales

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

El buen comportamiento de la economía durante el tercer trimestre del año ha hecho que se revisen los pronósticos de crecimiento para 2004. En la encuesta de expectativas, realizada por el Banco de la República durante octubre de 2003, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio de la economía de 2,55% para el año 2003 y de 3,08% para el año 2004, como se observa en el Gráfico 16. Hace seis meses el crecimiento esperado por los encuestados para 2004 era de 2,7%.



En la encuesta de expectativas, realizada por el Banco de la República durante octubre de 2003, los encuestados dijeron esperar un crecimiento promedio de la economía de 2,55% para el año 2003 y de 3,08% para el año 2004, como se observa en el Gráfico 16. Hace seis meses el crecimiento esperado por los encuestados para 2004 era de 2,7%.



Las expectativas del sector productivo de la economía han presentado una continua tendencia hacia la mejoría desde septiembre de 2001, con cortos episodios de reversión. Como se observa en el Gráfico 17, de acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo de octubre de 2003, las expectativas de situación económica de los empresarios alcanzaron su punto más alto en julio de 2003 y mantienen elevados niveles a pesar de haberse reducido en los dos últimos meses. Este positivo panorama de la industria es consistente con la mejor percepción

de la actividad industrial, el mayor nivel de pedidos y menores existencias que la EOE reportó en octubre de 2003.

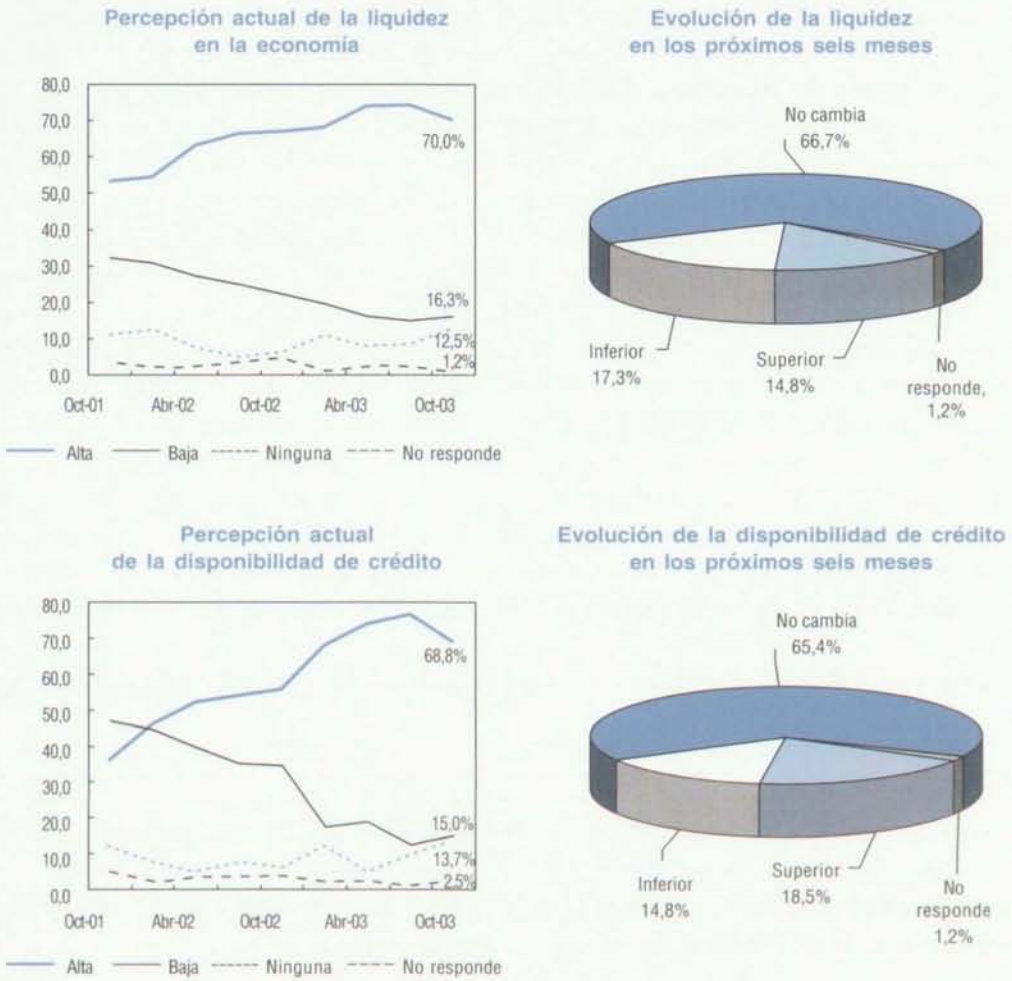
De acuerdo con los resultados de la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) de septiembre de 2003, debido al buen comportamiento reciente de la actividad manufacturera las perspectivas de inversión de los empresarios del sector están mejorando. En septiembre de 2003 más del 56% de los encuestados calificó su situación como buena y 36% pensó que esta mejoraría en el inmediato futuro, mientras que en marzo de 2003 estos porcentajes eran de 50% y 38%, respectivamente. El favorable comportamiento de la industria también se observó en el crecimiento de la producción, las ventas, el mayor nivel de pedidos y de utilización de la capacidad instalada, lo que se refleja en mayores decisiones de inversión futuras. A septiembre de 2003, 72% de los encuestados piensa adelantar proyectos de inversión en el año 2004, orientados principalmente a la modernización tecnológica y a la reposición de equipos. Seis meses antes, en marzo de 2003, el 55% de los encuestados pensaba desarrollar proyectos de inversión. Según la ANDI, el principal obstáculo para realizar esta inversión es la financiación (22% de los encuestados que piensa llevar a cabo proyectos de inversión en 2004 reportaron problemas de financiamiento), especialmente en la consecución de recursos de largo plazo. Por último, en la encuesta de octubre de 2003, se destaca como aspecto desfavorable la perspectiva sobre la situación fiscal y el aumento de los impuestos que para el año 2004 tienen los empresarios.

Debido a la recuperación de las expectativas económicas de los empresarios, que han llevado a que buena parte de estos revisen sus planes de inversión, se espera que la demanda de recursos para financiar la inversión aumente durante los próximos meses, lo que llevaría a que la cartera del sistema financiero siga aumentando, como lo ha hecho últimamente.

En cuanto a la disponibilidad de recursos, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República en octubre de 2003 muestran que la percepción general acerca de la disponibilidad de crédito y liquidez ha empezado a decrecer en los últimos meses. Como se observa en el Gráfico 18, el porcentaje de encuestados que considera que los niveles actuales de disponibilidad de crédito y liquidez en la economía es alta, aumentó hasta julio de 2003. Sin embargo, a pesar de que la tendencia se revierte, sus niveles siguen siendo altos. El 81% de los encuestados por el Banco de la República espera que la liquidez en el próximo semestre sea igual o superior a la actual, mientras que para la disponibilidad de crédito el porcentaje es de 84%. Se espera que esta percepción de estabilidad en la oferta de recursos para financiar la actividad productiva dé a los empresarios una mayor confianza a la hora de planear sus inversiones futuras.

Gráfico 18

Percepción y evolución de la liquidez y el crédito
(Porcentaje)



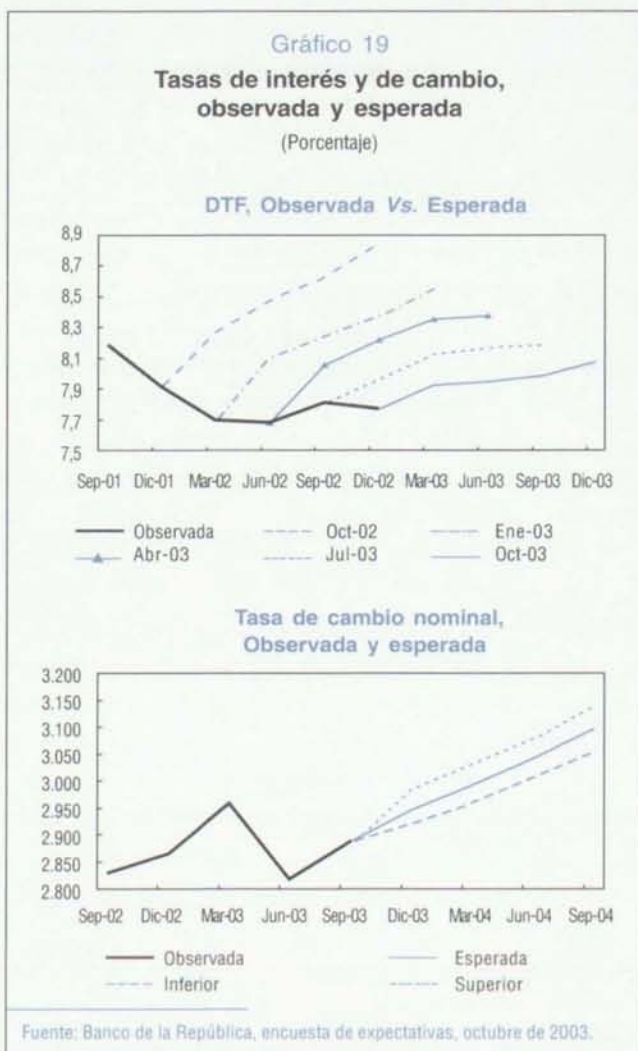
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, octubre de 2003.

Adicionalmente, otro factor que ha dado confianza a los empresarios es la estabilidad en las tasas de interés y de cambio. A lo largo de 2003 la DTF ha presentado una gran estabilidad alrededor de niveles históricamente bajos, a pesar de las expectativas de mayores tasas que se han observado en las encuestas de expectativas del Banco de la República. El nivel observado desde octubre de 2002 hasta octubre de 2003 ha sido menor que el esperado por los encuestados (Gráfico 19). A octubre de 2003, los encuestados por el Banco de la República esperan que la DTF aumente levemente, manteniendo niveles cercanos al 8,1% en septiembre de 2004. De forma similar, el año 2003 se caracterizó por la estabilidad en la tasa de cambio, después del importante

incremento en el nivel ocurrido en el segundo semestre de 2002. La devaluación nominal esperada entre septiembre de 2003 y 2004 es de 7,2%, el nivel inferior esperado 5,7% y el nivel superior esperado 8,7%.

4. Conclusiones

- Las entidades de crédito han aumentado su exposición al sector corporativo privado, lo que es consistente con el crecimiento observado de la cartera comercial total y la mayor actividad económica del país en el año 2003. A septiembre de 2003, el indicador de exposición con respecto al activo mantuvo niveles levemente superiores a los observados en 1997, sin embargo, la exposición con respecto al nivel de producción de la economía aún es bastante menor que la de 1997.
- El tipo de entidad más expuesto sigue siendo los bancos comerciales, pero entidades como los BECH y las CFC *leasing* se han caracterizado por un rápido crecimiento en su cartera comercial. Las entidades de crédito privadas han sido las que más han incrementado su exposición, mientras las públicas han reducido su crédito comercial al sector privado.
- Esta mayor exposición ha venido acompañada de mayor acceso al crédito por parte del sector privado, ya sea de deudores nuevos o deudores antiguos que antes estaban restringidos en monto.
- A septiembre de 2003, los principales deudores privados mostraron altos niveles en la calidad de la cartera y una tendencia positiva hacia mejores niveles.



- Dentro de los principales deudores privados, se destacan los agrupados en las ramas de industria manufacturera y comercio, ambas con buena evolución y nivel de calidad de la cartera. Sólo la construcción sigue presentando niveles de calidad de cartera no tan favorables a pesar de su positivo desempeño reciente.
- Los resultados de la muestra de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores muestran un sector corporativo fortalecido después de la crisis vivida en 1999. La mayor capacidad de pago de estas empresas se refleja en el alto nivel de rentabilidad y el menor nivel de endeudamiento. Mientras el mayor nivel de utilidades es consistente con el comportamiento del sector corporativo privado descrito anteriormente, la dinámica del endeudamiento de la muestra es menor que la exhibida por la cartera comercial (aun cuando se utiliza una muestra homogénea de 116 empresas).
- Se destaca el positivo desempeño de las empresas productoras de bienes no transables por su rápido incremento en rentabilidad, fortalecimiento patrimonial y menor exposición a choques en el tipo de cambio y tasa de interés. Las empresas productoras de bienes transables mantienen niveles estables en rentabilidad y un importante crecimiento en las ventas en el último año consistente con la evolución de las exportaciones, al mismo tiempo que incrementaron su nivel de obligaciones en moneda extranjera. En ambos casos, se destaca el perfil de endeudamiento más sano que se viene adquiriendo. Durante el año 2004 la rentabilidad para el total de las empresas puede moderar su crecimiento, en la medida en que los empresarios vean afectados sus resultados ante las modificaciones en los impuestos de patrimonio y renta.
- Mientras se mantenga la evolución positiva y los altos niveles en la disposición a pedir prestado y a prestar, se puede esperar que el crédito comercial siga presentando crecimientos positivos como los que ha presentado a lo largo del año 2003. Conservar estos niveles, mayores a los mostrados en los últimos años, dependerá de que la calidad de los préstamos y la oferta de recursos de las entidades de crédito mantengan sus tendencias.
- Según las encuestas de expectativas, se esperan incrementos tanto en el producto como en la inversión a realizar por parte de los empresarios en el año 2004. Dada esta demanda de recursos, la positiva percepción de liquidez y crédito a seis meses, la estabilidad reciente de la tasa de cambio y los niveles históricamente bajos de tasas de interés, es bastante factible que la cartera comercial mantenga el ritmo de crecimiento que viene presentando, al menos en los próximos seis meses.

B. Hogares

1. Montos y exposición general

La deuda de los hogares con el sistema financiero se aproxima con la suma de las carteras hipotecaria y de consumo, y los títulos hipotecarios en poder de las entidades financieras. En el Cuadro 6, se observa una pequeña expansión de la deuda en términos reales. Lo anterior se presenta en un escenario de crecimiento del 16% real de la cartera de consumo y la realización de dos nuevas titularizaciones, que contrarrestan la caída de la cartera hipotecaria (14% entre noviembre de 2002 e igual mes de 2003).

Se puede ver entonces una recomposición de la deuda de los hogares mostrando una participación más equilibrada de las carteras hipotecaria y de consumo, cada una con algo menos de la mitad del total. Los títulos hipotecarios pasan de representar el 4% del total de la deuda en noviembre de 2002 a 6% en igual mes de 2003.

La exposición del sector financiero, medida como la participación de la deuda de los hogares en el total de activos, se ha mantenido en el nivel más bajo de los últimos cinco años, alcanzando un mínimo en noviembre de 2003 cuando registró 21,7% (Gráfico 20).

2. Exposición por tipo de entidad

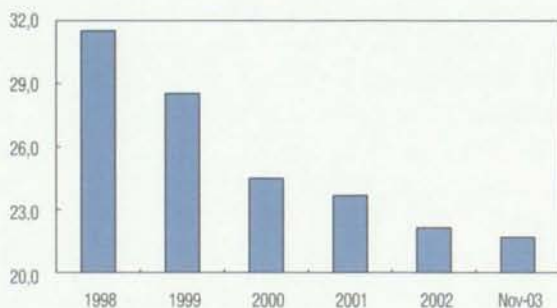
A lo largo de 2003 ha continuado la leve tendencia de recomposición de la cartera de los hogares por tipo de acreedor. Aun cuando la cartera con los

Cuadro 6
Descomposición de la deuda de los hogares

Tipo	Noviembre de 2002		Noviembre de 2003		Crecimiento real %
	Billones de pesos (*)	Porcentaje	Billones de pesos (*)	Porcentaje	
Hipotecaria	11,4	55,6	9,8	47,3	(14,3)
Consumo	8,3	40,2	9,6	46,3	15,9
Tarjeta de crédito	1,9	9,1	2,1	10,1	11,7
Otro	6,4	31,1	7,5	36,2	17,2
Títulos hipotecarios	0,9	4,2	1,3	6,4	52,9
Total	20,6	100,0	20,7	100,0	0,7

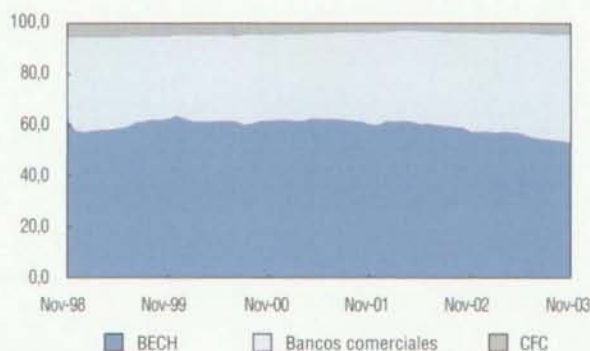
(*) Billones de pesos de septiembre de 2003.
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Deuda de los hogares
Como proporción del total de activos
del sistema financiero
 (Porcentaje)



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

Gráfico 21
Participación de cada sector
sobre el total de cartera a hogares
 (Porcentaje)



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

BECH sigue representando la mayoría de la cartera de los hogares, su participación ha exhibido una marcada tendencia decreciente, acumulando una caída de cuatro puntos porcentuales en lo que va corrido del año, llegando a un mínimo de 53,1% en noviembre de 2003 (Gráfico 21). Los bancos comerciales, por su parte, han aumentado su participación en tres puntos durante el mismo período, alcanzando un nivel de 42,3%. La participación de los demás tipos de entidades es reducida (alrededor del 4,5% del total), y muestra una tendencia levemente ascendente. La mayor parte de este crecimiento está relacionada con el aumento de la participación del sector de cooperativas, que se duplicó en los primeros 11 meses de 2003 llegando a un nivel de 1,1% de la cartera de los hogares en el mes de noviembre.

Si se analiza la exposición de la cartera total de cada tipo de entidad (Gráfico 22), se encuentra que los BECH son

el tipo más expuesto a la cartera de los hogares. Sin embargo, esta exposición continúa mostrando una clara tendencia decreciente desde mediados del año 2000. Su nivel cayó cuatro puntos porcentuales entre enero y noviembre de 2003 alcanzando un nivel de 72,4% al final de este período¹⁶. Se reduce también en cuatro puntos la participación de la cartera de los hogares en la cartera total de las CFC y alcanza un nivel de 41,4%. Por otra parte, los bancos comerciales mantienen relativamente estable su exposición a lo largo del presente año, mostrando una participación de la cartera de los hogares de 25%.

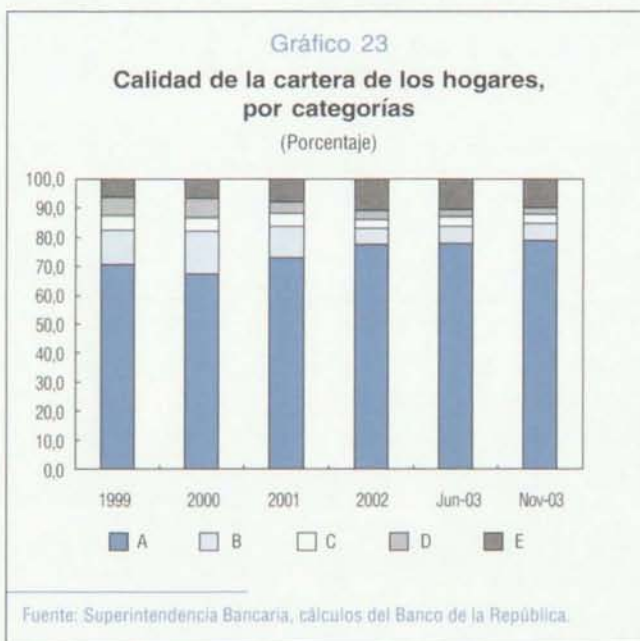
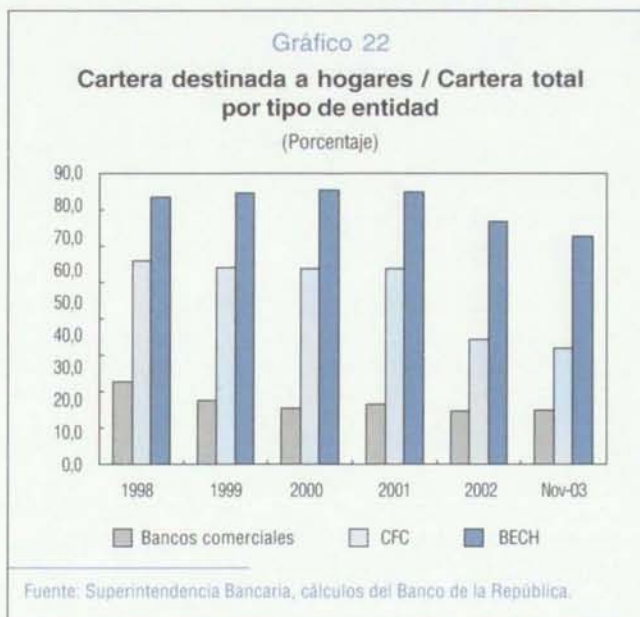
¹⁶ Las cooperativas aumentaron 11% su exposición en los 11 primeros meses de 2003, alcanzando 85,2% en octubre. Sin embargo, su participación en el total de la cartera del sector financiero es muy pequeña.

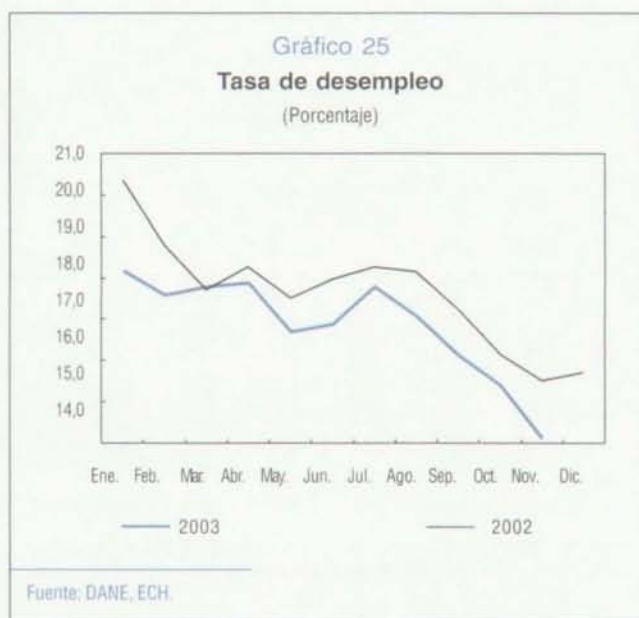
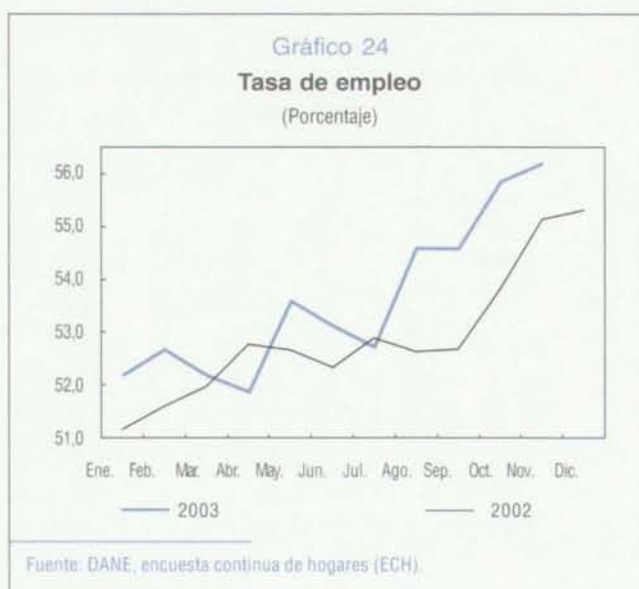
3. Calidad de la deuda

Continúa el proceso de mejoramiento de la calidad de la cartera de los hogares que se viene presentando durante los dos últimos años. La participación de las carteras de tipo A y B alcanzó su nivel más alto desde diciembre de 1998, representando el 85% de la cartera total de los hogares. De la misma manera, la participación de las carteras de tipo D y E cayó a 12%, el mismo nivel registrado a finales de 1999 (Gráfico 23). Este proceso se presenta aun cuando en este período se realiza la titularización de una parte de la cartera hipotecaria de mejor calificación. A diferencia de lo presentado hasta finales de 2002, en el último año, la mejoría en la calidad de cartera implicó no solo un aumento en la participación de la cartera de tipo A sino también una reducción en la cartera de tipo E, que cae un punto porcentual entre enero y noviembre de 2003.

Sin embargo, es evidente que la calidad de la cartera no es

uniforme entre los distintos tipos de intermediarios. En particular, la cartera de los BECH muestra un peor comportamiento que el de los demás sectores. Para este caso, la cartera de calidades A y B se ha mantenido alrededor de 77% del total de la cartera de los hogares con estas entidades, mientras que las calidades D y E suman aproximadamente el 20%. En contraste, para todos los demás tipos de intermediario, la cartera menos riesgosa (calidades A y B) representa más del 90% del total, y la suma de las carteras de calidades D y E no alcanza el 5%.





4. Capacidad de pago y perspectivas

El riesgo de la deuda de los hogares tiene que ver no solo con sus niveles sino también con la capacidad de pago de los deudores. Para poder analizar este tópico es necesario observar indicadores sobre los ingresos y la riqueza de los hogares.

Una primera aproximación a los ingresos de los hogares proviene del análisis de la evolución del mercado laboral. A excepción del mes de abril, y marginalmente julio, la tasa de ocupación de todos los meses de 2003 ha sido superior a las de sus pares de 2002. Para el período comprendido entre agosto y noviembre de 2003, se han obtenido los máximos históricos desde que se recolecta la encuesta continua de hogares (año 2000). En estos meses, la tasa de empleo registró mediciones entre uno y dos puntos por encima de los mismos meses del año anterior, alcanzando un nivel de 56,2% en noviembre (Gráfico 24).

Para el desempleo se observa una tendencia similar, en tanto sus niveles para 2003 son menores que los de 2002, con excepción del mes de marzo. Para el mes de noviembre de 2003 se obtiene la medición más baja de desempleo desde que se inicia la encuesta (14,13%), la mejoría frente al mismo mes del año anterior es de 1,4 puntos porcentuales (Gráfico 25). Se aprecia entonces una dinámica de generación de puestos de trabajo importante (360.000 para las 13 principales áreas metropolitanas, entre noviembre de 2002 e igual mes de 2003), que afecta positivamente la capacidad de pago de los hogares. Sin embargo, hay que ser cuidadosos con este análisis pues los niveles de desem-

pleo continúan siendo altos y la capacidad de pago también está determinada por el nivel de los salarios.

Al analizar la evolución del índice de salarios reales de la industria manufacturera se puede evidenciar una leve caída frente a los niveles observados en 2002. Los meses de septiembre y octubre son excepciones a esta tendencia. En particular, este último mes muestra un aumento anualizado de 1,3% (Gráfico 26). En todo caso, los niveles de salarios reales de 2003 continúan siendo altos frente a los presentados desde mediados de los años noventa. Se puede encontrar entonces una mejora de la capacidad de pago de los hogares, reflejada en el aumento del número de empleos de la economía, así como de un ligero aumento de los niveles salariales en los dos últimos meses.

Analizar el desempeño de los precios de la vivienda es importante en tanto esta representa el principal colateral de endeudamiento de los hogares y es además una aproximación de su acervo de riqueza. Para el caso de Bogotá, durante el presente año se ha observado un aumento del índice real del precio de la vivienda y para septiembre de 2003 registraba los mismos niveles exhibidos a finales de 2001. En los nueve primeros meses del año registró un aumento del 15%. El índice para Medellín muestra un comportamiento inverso, la caída anualizada a agosto es del 4%. Esta tendencia es consistente con lo mostrado por el índice desde mediados de 1999 (Gráfico 27).



5. Confianza de los consumidores

Durante el año 2003 el índice de confianza de los consumidores elaborado por Fedesarrollo, muestra valores superiores a aquellos presentados durante el año 2002. De la misma manera, la volatilidad del indicador disminuye (Gráfico 28). Las perspectivas que, sobre la economía, tienen los consumidores, se ven reflejadas en un incremento del porcentaje de hogares que cree que es un buen momento para comprar vivienda. La tendencia errática exhibida por el indicador de percepción de compra de vivienda hasta marzo de 2003, se convierte en



un ascenso continuado del indicador, que mejora nueve puntos entre este mes y septiembre. Sin embargo, para octubre y noviembre de 2003 esta tendencia se revierte, lo cual modera las expectativas sobre el futuro desempeño de la demanda de vivienda y por ende, de la cartera hipotecaria (Gráfico 29).

La percepción de compra de activos durables por parte de los hogares ha mantenido una tendencia más estable. Tanto para los automóviles como para los bienes grandes -muebles o electrodomésticos-, el balance de hogares que piensan que es buen momento para adquirir el bien menos el porcentaje que cree que es mal momento, ha crecido a lo largo de 2003. Para noviembre se encontraba casi 15 puntos por encima del nivel registrado en enero (Gráfico 30).

6. Conclusiones

- La deuda de los hogares aumentó moderadamente en términos reales, sin embargo, dado que los activos

del sector crecieron más aceleradamente, la exposición del sector financiero a los hogares cayó marginalmente. Este bajo crecimiento se presenta principalmente por la contracción de la cartera hipotecaria, que continúa anulando el efecto del crecimiento de la cartera del consumo.

Gráfico 30
Índice de percepción de compra de bienes durables (*)



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

Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

- Se da, por ende, una recomposición de la deuda de los hogares tanto a nivel de tipo de cartera como de tipo de intermediario. En el primer caso, la cartera de consumo gana participación, y en el segundo, son los bancos comerciales los principales beneficiarios.
- En cuanto a la calidad de la cartera se puede ver una leve mejoría en los últimos seis meses. Este efecto, se presenta en todos los sectores, aunque sigue habiendo una marcada diferencia entre la calidad de la cartera de los BECH y la del resto de intermediarios.
- La capacidad de pago de los hogares parece haber aumentado levemente. El mercado laboral muestra un aumento en los niveles de empleo, y unos niveles de salarios reales altos frente a los presentados desde mediados de los noventa.
- El precio de la vivienda parece haber reaccionado, sobre todo en el caso de Bogotá, lo cual puede ser muestra de una leve reactivación de este mercado. Sin embargo, una menor percepción de compra de vivienda por parte de los hogares puede moderar la recuperación.
- Por otra parte, la percepción de compra de bienes durables parece haber repuntado, y esta se puede ver reflejada en una dinámica mayor de la cartera de consumo.
- Si se confirman estas tendencias, se podrá observar una profundización en la recomposición del portafolio ya reseñada.

C. Sector público no financiero

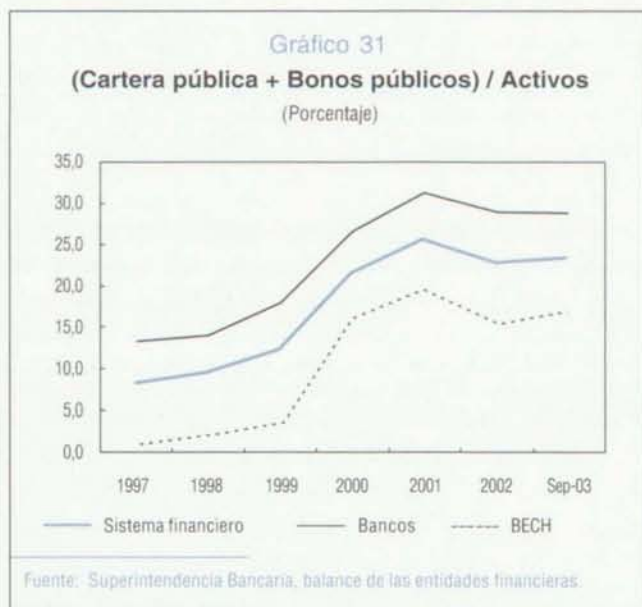
1. Exposición del sistema financiero ante la deuda pública¹⁷

a. Evolución de la exposición

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

La exposición del sistema financiero al sector público aumentó de forma acelerada entre 1996 y 2001, reduciéndose de 25,7% en diciembre de 2001 a 23% en igual mes de 2002. En septiembre de 2003 el indicador se incrementó a 23,6% (Gráfico 31). Este incremento se debe principalmente al crecimiento de los títulos públicos, dado que la cartera pública disminuyó y los activos aumentaron¹⁸. Cabe anotar que este indicador presenta cierta estacionalidad, de hecho, el crecimiento anual de septiembre de 2003 fue de 9,5%.

Por tanto, puede presentarse un crecimiento considerable de este indicador en el último trimestre del año.



b. Evolución de la exposición por tipo de entidad

Al centrar el análisis de la evolución por tipo de entidad, encontramos que los bancos comerciales continúan exhibiendo la mayor exposición directa ante la deuda pública, a pesar de que a septiembre de 2003 la relación disminuyó marginalmente a 28,8%, porcentaje significativamente

¹⁷ Los datos presentados en esta sección tienen como fuente la Superintendencia Bancaria, y corresponden a la cartera bruta y los títulos públicos que se presentan en los balances de las entidades financieras. Incluye el acuerdo de pago de la nación con el Banco Agrario. No se incluyen las IOE.

¹⁸ En septiembre de 2003 los títulos públicos crecieron 20% real anual, en tanto la cartera decreció 14,3% real anual y los activos se incrementaron 0,1% real anual. Mientras los bonos públicos

superior al resto de entidades financieras. Por otro lado, los BECH aumentaron en gran medida su exposición entre 1996 y 2001, disminuyéndose luego en el año 2002. Sin embargo, a septiembre de 2003 su exposición aumentó al ubicarse la relación en 17,1%.

Los bancos comerciales, además de ser los más expuestos ante la deuda pública, son los que tienen mayor participación en el total de aquella en manos de entidades financieras. Su participación ha crecido desde diciembre de 2000 hasta posicionarse en 77,7% en 2002. En septiembre de 2003 su participación aumentó marginalmente a 77,9%. Por otro lado, los BECH aumentaron su participación en la deuda total al pasar de 16,2% en diciembre de 2002 a 17% en septiembre. Adicionalmente, el resto de entidades financieras disminuyó su participación en septiembre a 5,1%. Cabe señalar que estas entidades han disminuido consistentemente su participación desde 1996 hasta septiembre de 2003.

En esta fecha, los bonos continúan ocupando un lugar preferencial en la composición de la deuda pública en los balances de las entidades financieras, con una participación de 75,4%, mientras el restante 24,6% corresponde a la cartera¹⁹. Esto representa un incremento de la participación de estos títulos con respecto al final del año 2002, que exhibió una participación de 71%. De todas las entidades, las más concentradas en bonos públicos son los BECH, quienes exhiben a septiembre del presente año una participación de 92%. Para los bancos comerciales, los bonos representan una parte considerable de la deuda pública en sus balances, con un 72,1%.

2. Deuda agregada del SPNF

La relación deuda / PIB se estabilizó en septiembre de 2003. Entre 2001 y 2002 la deuda bruta del SPNF como porcentaje del PIB creció de forma acelerada al pasar de 54% a 61,5%, de hecho este indicador venía creciendo consistentemente desde 1997. Sin embargo, a septiembre de 2003 la relación rompió esta tendencia de crecimiento al registrar 61,1%. Adicionalmente, la deuda moderó²⁰ su dinámica al exhibir un crecimiento anual de 4,4% en términos reales. Lo anterior se debe a que la deuda pública externa valorada en pesos creció 1,7% real anual, en tanto que la deuda interna del SPNF lo hizo a 7,2% real anual. Hay que tener en cuenta que, si bien el SPNF moderó su endeudamiento, este presenta un componente estacional. Como ya se mencionó, esta moderación corresponde principalmente a la dinámica de la tasa de cambio real.

corresponden al 17,8%, la cartera corresponde al 5,8% de los activos totales del sistema, que en septiembre del año en mención ascendieron a \$92,8 b.

¹⁹ En este caso la cartera incluye el acuerdo de pago de la nación con el Banco Agrario.

²⁰ En diciembre de 2002 el crecimiento real anual de la deuda fue de 15,1%.

Entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003, la participación en el total de la deuda externa y la interna cambió poco al representar el 50,3% y el 49,7%, respectivamente. Hay que advertir que la composición de deuda interna-deuda externa sigue siendo muy pareja (Cuadro 7).

La emisión de títulos continuó siendo el principal instrumento de deuda pública, y a nivel interno los bonos siguieron ganando participación como instrumento de deuda. Este aumento se encuentra fundamentado en el aumento de la tenencia de bonos públicos por parte de entidades públicas en septiembre de 2003 respecto a diciembre de 2002.

3. Deuda del gobierno nacional central (GNC)

En septiembre de 2003, el endeudamiento del GNC creció marginalmente con respecto a 2002, especialmente por la participación de la deuda externa. La deuda interna del GNC representó el 88% del total de la deuda pública interna, mientras que la externa representó el 86% de la deuda externa total²¹.

a. Deuda interna del GNC

Si bien el GNC ha moderado el crecimiento de su endeudamiento, este sigue siendo acelerado. En septiembre de 2003, la deuda interna del GNC creció

Cuadro 7
Deuda bruta del sector público no financiero (SPNF) 1/

	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(Miles de millones de pesos)			(Porcentaje del PIB) 2/			(Participación)		(Tasa de crecimiento nominal) 3/		
Dic-95	9.928,6	12.017,8	21.946,4	11,8	14,2	26,0	45,2	54,8	-	-	-
Dic-96	12.679,4	12.926,6	25.606,0	12,6	12,8	25,4	49,3	50,7	27,7	7,6	16,7
Dic-97	18.774,3	17.608,6	36.382,9	15,4	14,5	29,9	51,4	48,6	48,1	36,2	42,1
Dic-98	23.906,5	24.448,4	48.394,8	17,0	17,4	34,4	49,2	50,8	27,3	38,8	33,0
Dic-99	30.531,1	32.879,2	63.483,6	20,2	21,7	41,9	48,0	52,0	27,7	34,5	31,2
Dic-00	42.061,3	41.965,2	84.098,2	24,1	24,0	48,1	50,1	50,0	37,8	27,6	32,5
Dic-01	50.620,4	50.801,8	101.430,4	26,9	27,0	54,0	49,9	50,2	20,3	21,1	20,6
Dic-02	62.900,7	61.967,6	124.869,7	31,0	30,5	61,5	50,4	49,6	24,3	22,0	23,1
Sep-03	67.275,8	66.396,1	133.671,9	30,7	30,3	61,1	50,3	49,7	14,8	8,9	11,8

1/ No incluye IFI.

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

3/ Para septiembre de 2003 corresponde a la variación respecto a septiembre de 2002.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

²¹ En diciembre de 2002 la deuda interna representaba el 87% del total de la interna, mientras la externa representaba el 83% de la deuda externa del SPNF.

10% real anual, lo cual es inferior al crecimiento real anualizado promedio registrado entre 1995 y 2002 (24%) (Gráfico 32).

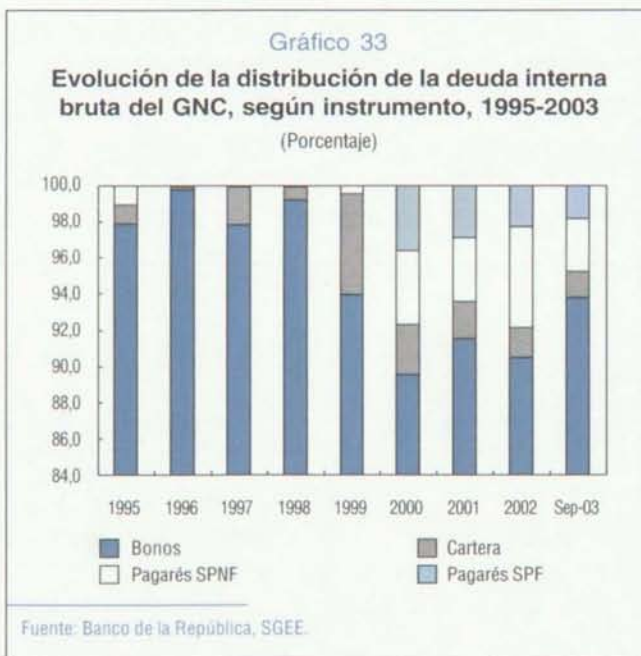
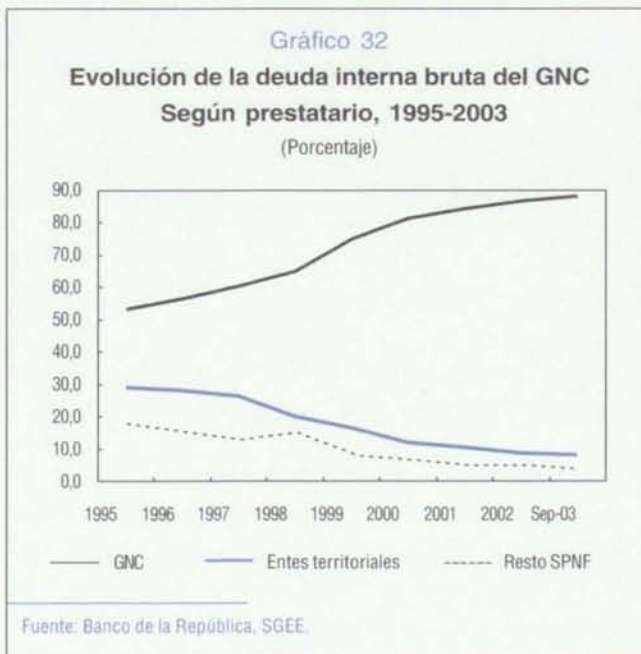
El instrumento privilegiado de la deuda interna del GNC sigue siendo la colocación de bonos, que representa cerca del 94% del total, mientras los pagarés comprenden aproximadamente el 5% y la cartera con el sistema financiero el 1% restante. En años anteriores el comportamiento de los bonos como instrumento de deuda ha sido similar al ya descrito, el cual representa la mayor parte de la deuda interna del GNC, estando en promedio por encima del 90%.

Como lo muestra el Gráfico 33, la mayor parte de los títulos de deuda pública interna corresponde a los TES B, comprendiendo el 81% en promedio entre diciembre de 1995 y septiembre de 2003.

b. Deuda externa del GNC

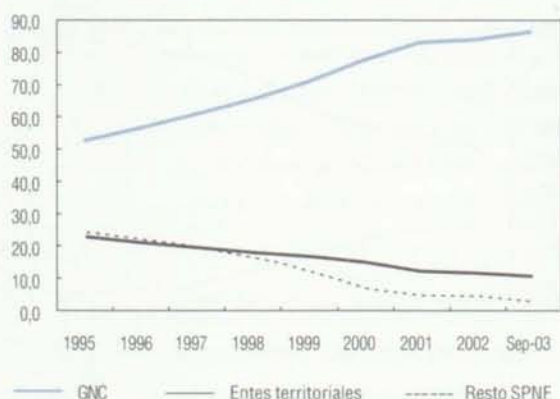
En septiembre de 2003 el endeudamiento externo del gobierno, por plazos y valorado en pesos, creció 5,5% real anual. Lo anterior indica

una moderación en la dinámica de crecimiento si lo comparamos con el aumento promedio real anual entre 1995 y 2002 (20%). Esto se explica parcialmente por el efecto-precio producto de la reducción en la devaluación²², dado que la deuda externa en dólares del GNC aumentó 10,6% (Gráfico 34).



²² Como se dijo anteriormente, la devaluación nominal anual a final de 2002 fue del 25%, por el contrario, a septiembre de 2003 fue de 2,17%.

Gráfico 34
Evolución de la deuda externa bruta del SPNF,
según prestatario, 1995-2003
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Por otra parte, la pérdida gradual de importancia de los bonos como instrumento de deuda pública externa, que se mencionó en los dos reportes anteriores, continuó durante los primeros nueve meses del presente año. Como se observa en el Gráfico 35, en diciembre de 2002 la participación de estos títulos en la deuda externa del GNC era de 61,8%, la cual se redujo en septiembre de 2003 a 56,2%. Esta reducción en la participación se tradujo en un aumento en el endeudamiento del GNC con los organismos multilaterales, que en septiembre de 2003

alcanzó el 37% del endeudamiento total, dado que la participación de la banca comercial y los proveedores se ha mantenido relativamente estable en los últimos años.

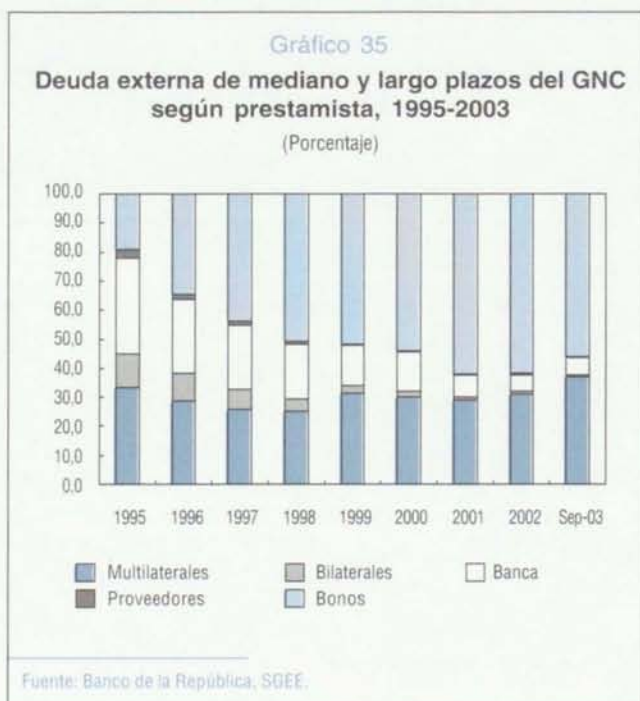
Como se observa en el Cuadro 8, se duplicó tanto el monto de préstamos contratados en los primeros nueve meses del año como el período promedio

Cuadro 8
Condiciones financieras de los nuevos préstamos contratados

Período	Monto contratado (Millones de US\$)	Período promedio		Tasa promedio de interés (% nominal)
		De gracia (años)	Amortización (años)	
1991	2.507	6,0	12,8	7,5
1992	847	4,2	14,7	7,8
1993	1.526	3,4	12,2	6,9
1994	1.715	4,0	10,9	7,3
1995	1.715	2,7	9,1	6,8
1996	3.489	1,5	8,5	7,8
1997	2.331	1,3	10,6	8,0
1998	3.104	1,2	7,1	8,2
1999	3.861	2,4	8,9	10,0
2000	3.192	1,1	9,5	11,8
2001	6.441	2,1	9,4	9,5
2002	2.042	1,5	7,8	7,8
Sep-03	4.079	3,2	7,7	6,0

Fuente: Banco de la República, SGEE.

de gracia, mientras la tasa de interés nominal promedio se redujo de forma importante entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003 al pasar de 7,8% a 6,0%. Por otra parte, el período promedio de amortización se mantuvo prácticamente constante. Lo anterior depende, en gran parte, de las condiciones favorables de los préstamos contratados con la banca multilateral, los cuales corresponden a más de la mitad de los montos contratados. El resto de los nuevos préstamos adquiridos se refiere a proveedores y banca comercial.



Como ya se mencionó, la dinámica del *Emerging Markets Bond Index* (EMBI), el *spread* de la deuda colombiana se ha reducido alrededor de 200 puntos básicos entre principio de año y septiembre, lo cual se traduce en una mejora en la percepción internacional de Colombia.

c. Relación deuda / ingresos del GNC

La relación deuda / ingresos del GNC²³ aumentó al registrar en septiembre del presente año 353,8% (Cuadro 9). Este aumento equivale a un crecimiento real anual de 3,5%, lo cual corresponde principalmente al aumento de la deuda del GNC, que registró un crecimiento real anual de 7,7%, mientras los ingresos crecieron 4% real anual.

En síntesis, si bien las condiciones de la deuda del gobierno han sido favorables y el crecimiento de esta se ha moderado parcialmente gracias a la dinámica de la tasa de cambio, otros indicadores de sostenibilidad siguen exhibiendo malos comportamientos. Esto implica que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en el ajuste fiscal.

²³ Los ingresos totales del GNC incluyen ingresos corrientes y no corrientes. Dado que los ingresos son un flujo, mientras que la deuda es un acervo, el dato correspondiente a ingresos de septiembre de 2003 corresponde al dato anualizado.

Cuadro 9
Deuda vs. Ingresos del GNC

Año	Deuda GNC	Ingresos	Deuda / Ingresos
	(Miles de millones de pesos)		
1995	11.559,8	9.599,9	120,4
1996	14.452,3	12.140,3	119,0
1997	21.778,2	15.237,5	142,9
1998	31.232,0	16.880,2	185,0
1999	45.487,2	20.164,6	225,6
2000	66.157,1	23.196,7	285,2
2001	84.412,5	28.941,8	291,7
2002	106.054,3	31.459,1	337,1
Sep-03	116.313,0	32.879,4	353,8

Fuente: Banco de la República, SGEE.

4. Deuda territorial

a. Endeudamiento y calidad²⁴

La deuda territorial con las entidades financieras continuó la tendencia decreciente que ha exhibido desde 1997, al registrar \$3,5 b en diciembre de 2002 pasando a exhibir luego un nivel de \$3,05 b a septiembre de 2003²⁵. Este cambio equivale a una importante reducción en términos reales de 13,1% del saldo de la deuda, lo que significó una caída en la participación de la deuda territorial sobre el total de activos del sistema financiero²⁶ (Gráfico 36).

Los bancos comerciales siguen siendo los principales prestamistas de los entes territoriales, representando en septiembre del presente año el 84% del total (Gráfico 37). Sin embargo, cabe resaltar que estas entidades han disminuido gradualmente su participación desde finales de 1999, tendencia que se mantuvo en septiembre de 2003. El segundo lugar en participación lo ocupan las corporaciones financieras, la cual ha crecido entre el final del año pasado y septiembre de 2003 al ubicarse alrededor del 11%. Finalmente, la menor participación en la deuda la registran los BECH, que han tendido a estabilizar su parte de la deuda total alrededor del 5% en el presente año.

²⁴ El endeudamiento de los territorios se aproximó como la suma de la deuda de los departamentos y de los municipios circunscritos al departamento. Los datos provienen de las operaciones activas de crédito reportadas ante la Superintendencia Bancaria por las entidades financieras.

²⁵ El cálculo de la deuda territorial solamente incluye el endeudamiento de los departamentos y municipios circunscritos. No se incluyen las empresas municipales y departamentales, ni las entidades municipales y departamentales de seguridad social, entre otras. El endeudamiento solamente hace referencia a la deuda pactada con el sistema financiero doméstico y no incluye la emisión de bonos por parte de los territorios.

²⁶ Esta fue de 3,7% a final del año 2002 y 3,3% en el tercer trimestre de 2003.

Mientras la concentración de la deuda por acreedor se ha mantenido constante, la del deudor ha caído marginalmente en este año (Gráfico 38). La concentración de deuda en entidades financieras ha permanecido estable con respecto a diciembre de 2002, alrededor de 9%. De hecho, este indicador ha permanecido por debajo de 10% desde 1995. Por otra parte, la deuda territorial ha dejado su tendencia a concentrarse en unos pocos entes territoriales durante los nueve primeros meses del año, lo cual se ve en una reducción del índice Herfindahl de 12,8% en diciembre de 2002 a 12,5% en septiembre de 2003.

Dentro del grupo de los siete entes territoriales más endeudados²⁷, continúan sobresaliendo por su alto nivel Valle del Cauca, Bogotá y Antioquia. El Gráfico 39 nos permite observar que el endeudamiento de estos tres entes territoriales descendió desde diciembre de 2002 al registrar niveles de \$876 mm, \$374 mm y \$293 mm en septiembre de 2003. Mientras la deuda del Valle del Cauca decreció 12% real, Bogotá lo hizo a 24% real y Antioquia a 25% en términos reales. Sin embargo, si tenemos en cuenta la emisión

²⁷ Estas incluyen Valle del Cauca, Bogotá, Antioquia, Atlántico, Santander, Cundinamarca y Bolívar.

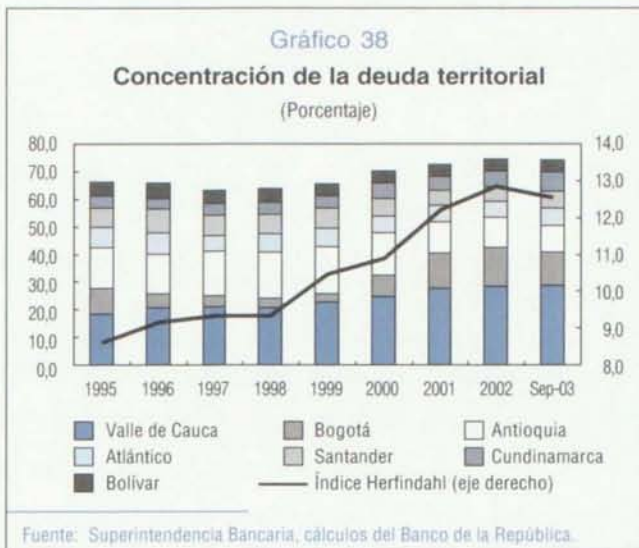
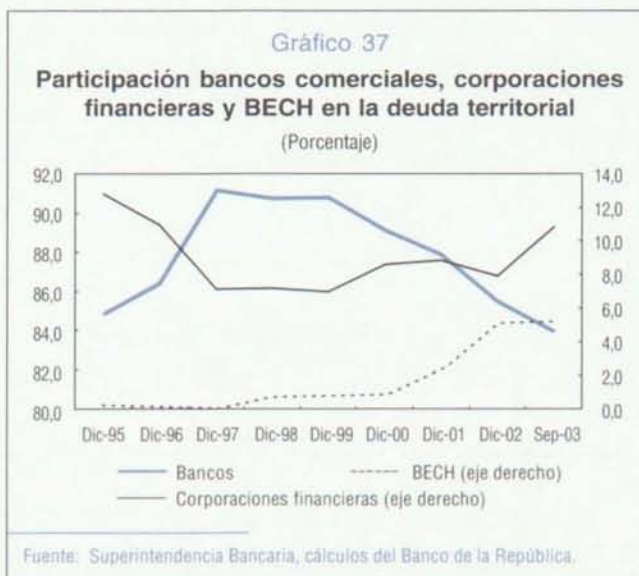
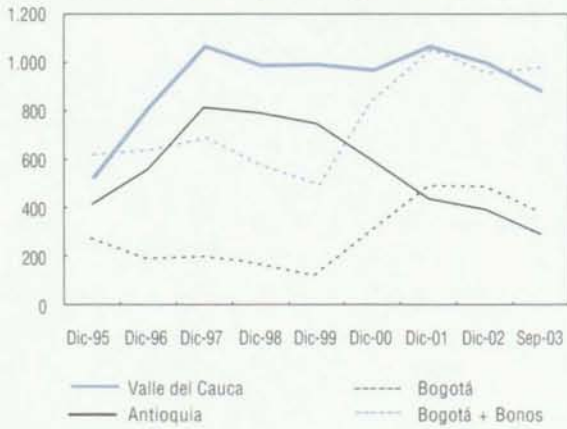


Gráfico 39

Evolución de la deuda territorial con el sistema financiero

(Miles de millones de pesos de septiembre de 2003)

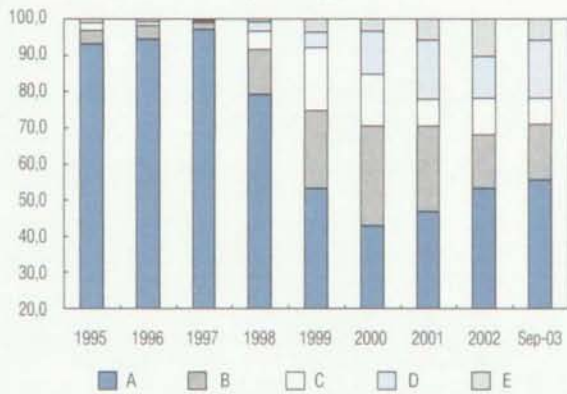


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40

Calidad de la cartera de los territorios

(Porcentaje)



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

de títulos de deuda pública de Bogotá, este aumentó su endeudamiento vía bonos de tal forma que contrarrestó el decremento anteriormente descrito, al registrar un crecimiento real de 2,3%.

Las siete entidades territoriales más endeudadas con el sistema financiero disminuyeron levemente su participación en el endeudamiento total de los territorios con respecto a diciembre de 2002, mostrando una disminución de 0,6 puntos porcentuales al exhibir una participación en septiembre de 2003 de 74,2% (Gráfico 38). Lo anterior se debe principalmente a que Bogotá y Antioquia redujeron su participación en el total de la deuda en el mismo período de comparación. Adicionalmente, cabe resaltar que el Valle del Cauca continúa siendo el más endeudado al tener el 29% del total.

La calidad de la deuda territorial continuó su proceso de mejoría comentada en reportes anteriores (Gráfico 40). Esta mejora corresponde principalmente a un crecimiento consistente de la

cartera de tipo A y a una reducción de la de tipo E²⁸.

Entre los territorios más endeudados con el sistema financiero, Valle del Cauca y Bolívar continúan mostrando los peores indicadores de cartera (Gráfico 41). Si bien la cartera de tipo A de estos entes territoriales ha mejorado, sus niveles

²⁸ La cartera con calificación A disminuyó su participación 2,4 puntos porcentuales al registrar una participación de 55,7% de la deuda territorial. Por su parte, la de tipo E bajó a 5,8%.

son todavía bajos. En el caso del Valle del Cauca, la cartera ha mejorado, lo que se ve reflejado en un aumento de la cartera de tipo A y en una reducción de la de tipo E, registrando 30% y 1,2% del total de la deuda, respectivamente. Sin embargo, este departamento aumentó significativamente su cartera de tipo D, que pasó de 22% en 2002 a representar el 35% en septiembre de 2003. Por otra parte, Bolívar ha mejorado su calidad de cartera al aumentar la participación de los créditos de tipo A a 33%, dado que la suma de las de tipo D y E se ha mantenido constante.

b. Capacidad de pago de los deudores²⁹

Los tres territorios más endeudados presentaron una disminución en la relación deuda a ingresos³⁰, mientras que, de los otros cuatro con mayor deuda, sólo Bolívar disminuyó esta relación, ubicándose en 20%. El caso más notorio es el del Valle del Cauca, que bajó a 60% en septiembre del presente año. Sin embargo, este departamento sigue registrando altos niveles de esta relación. Por su parte, Bogotá y Antioquia disminuyeron su relación a 11% y 14%, respectivamente (Gráfico 42).

5. Conclusiones

- La exposición del sistema financiero³¹ ante la deuda pública se incrementó levemente, después de la reducción experimentada entre 2001 y 2002.

²⁹ Hay que anotar que por disponibilidad de datos se asumió que los ingresos de los entes territoriales a septiembre de este año se mantuvieron en los niveles de diciembre de 2002.

³⁰ Los ingresos totales de un territorio son la suma de la ejecución presupuestal de aquellos de los departamentos, municipios capitales y municipios no capitales. Dichos ingresos se componen de los ingresos tributarios, no tributarios y de capital. La fuente de esta información es la Contraloría General de la República.

³¹ Medida como la relación entre el crédito al sector público y el activo del sistema financiero.

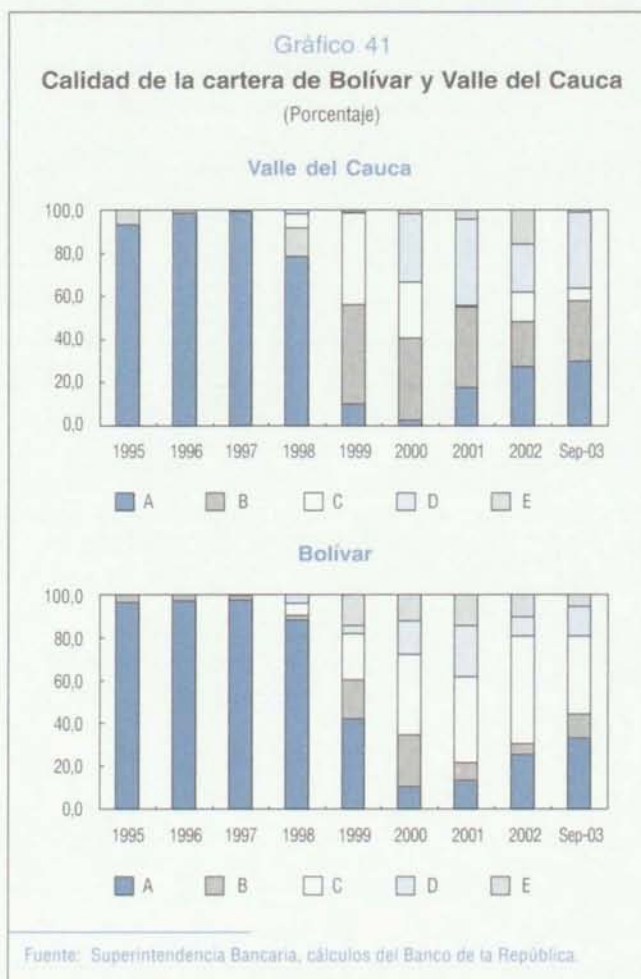
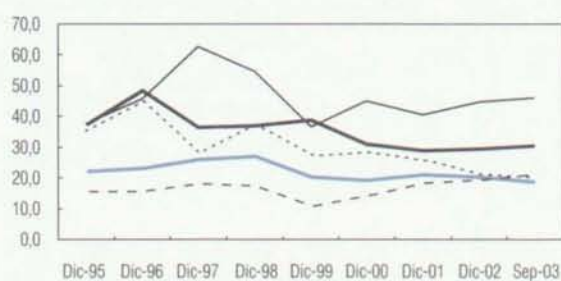
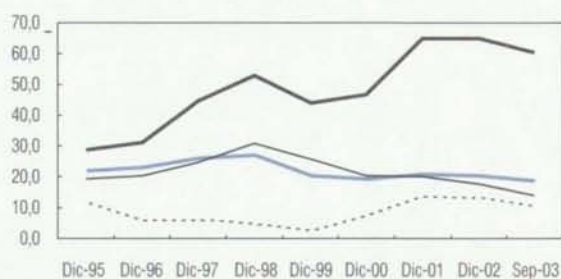


Gráfico 42
Deuda territorial,
como porcentaje del ingreso regional



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

Este crecimiento fue liderado principalmente por los BECH, dado que la exposición de los bancos comerciales se mantuvo prácticamente constante. Sin embargo, estos últimos siguen siendo las entidades más expuestas de forma directa ante la deuda del SPNF.

- El SPNF moderó su dinámica de endeudamiento en septiembre de 2003, hecho parcialmente explicado por la disminución del endeudamiento externo producto del efecto-precio de una menor devaluación, dado que la deuda en dólares creció. Lo anterior permitió que la relación deuda / PIB se estabilizara.

- De la misma forma que el SPNF, el GNC, principal deudor del sector público, moderó su dinámica de endeudamiento tanto interno como externo, sin embargo, estos crecimientos siguen siendo altos. Por otro lado, el ritmo de incremento de la relación deuda del gobierno / PIB exhibió un crecimiento moderado.
- Dentro del endeudamiento externo del GNC, cabe resaltar que los bonos siguen perdiendo importancia como instrumento de deuda externa, lo cual, a septiembre de 2003, se tradujo en una recomposición de bonos externos hacia deuda con organismos multilaterales.
- Adicionalmente, las condiciones financieras de la deuda pública han mejorado. Asimismo, ha mejorado también la percepción sobre la solvencia del gobierno, lo que se ve reflejado en la reducción de los *spreads* de deuda pública; sin embargo, cabe aclarar que esto corresponde a una situación generalizada en los mercados emergentes. Hay que resaltar que, si bien las condiciones generales de la deuda han mejorado, los indicadores de

sostenibilidad no lo han hecho. Por tanto, se hace necesario enfatizar que el gobierno debe seguir adelantando esfuerzos en materia de ajuste de las finanzas públicas. Finalmente, se debe hacer un seguimiento de la deuda después que se perciban los efectos positivos de la reforma tributaria.

- En septiembre de 2003 la deuda territorial continuó con la tendencia decreciente que comenzó en 1997. Por su parte, la calidad de la deuda de los entes territoriales ha mejorado. A pesar de que la calidad de cartera sigue siendo peor que la del resto del sistema, esta ha mejorado consistentemente desde el año 2000. Por último, cabe resaltar que la concentración de la deuda por prestamista y por prestatario es marginal y constante a septiembre de 2003.

IV. SISTEMA FINANCIERO

A. Sociedades administradoras de fondos de pensiones (AFP)

1. Crecimiento del portafolio

El valor de los fondos administrados por las AFP³² ha continuado creciendo a lo largo del año, en parte, debido a un leve incremento en la tasa de crecimiento de los afiliados y en la proporción de afiliados activos frente a marzo del mismo año³³. A octubre de 2003, el valor del portafolio de inversión de los fondos de pensiones y cesantías equivalía a \$25,4 b (11,5% del PIB), de los cuales \$19,6 b correspondían a fondos de pensiones obligatorias (Gráfico 43). Así mismo, el portafolio de las AFP representa el equivalente a 27% del activo del sistema financiero para octubre de 2003.



³² Los administradores de fondos de pensiones corresponden a la suma de los fondos de pensiones obligatorias, los de cesantías y los de pensiones voluntarias.

³³ En octubre de 2003, la proporción de afiliados activos, es decir, de aquellos que hacen aportes regularmente a las AFP, fue de 48,4% del total de afiliados.

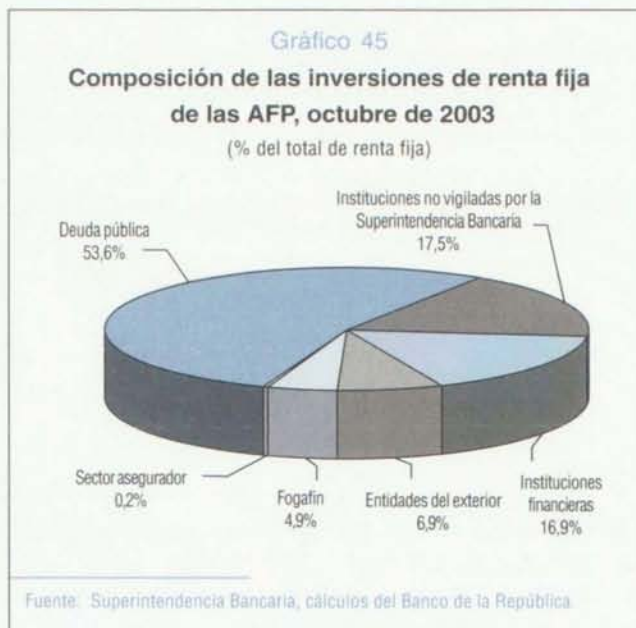
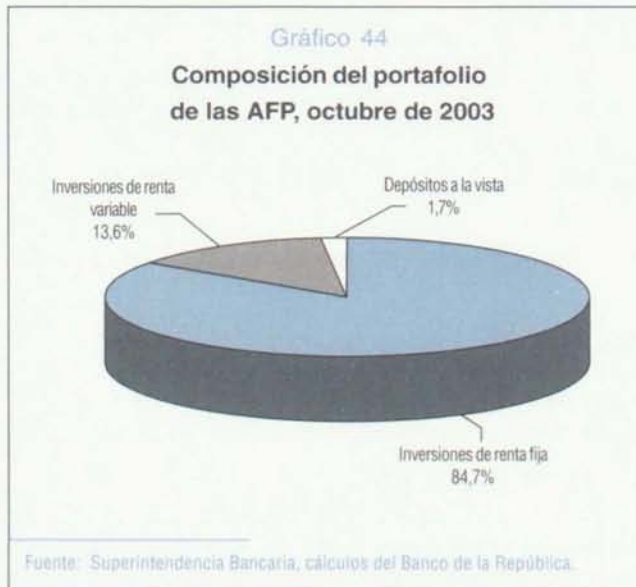
2. Composición del portafolio de las AFP

a. Clasificación por clase de activo y contraparte

La composición del portafolio administrado por las AFP se modificó ligeramente desde la publicación del último *Reporte de Estabilidad Financiera*, al disminuir levemente la participación de las inversiones de renta fija (Gráfico 44). Esto se puede explicar por el hecho de que las AFP no solamente están obligadas a velar por la conservación del valor del portafolio, sino también a garantizar una rentabilidad para sus clientes y, para tal fin, ha existido una leve

recomposición de inversiones de renta fija por unas de renta variable, principalmente en entidades del exterior como participaciones en fondos mutuos. La recuperación de la economía colombiana y la de los Estados Unidos a lo largo del año ha permitido que las inversiones de renta variable presenten un mejor perfil.

Sin embargo, cerca del 85% del portafolio aún son inversiones de renta fija, de las cuales el 54% constituyen títulos de deuda pública (Gráfico 45). Esta última participación también se redujo marginalmente con respecto a marzo de 2003. Por otro lado, es importante resaltar la baja participación que tienen los títulos derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (TIP) en el portafolio de las AFP, al representar solamente el 1% de las inversiones de renta fija. A octubre de 2003, las AFP poseían el 7% del monto total de la cartera titularizada, participación sustancialmente baja considerando que las AFP deberían



ser sus compradores naturales por la alta duración de sus pasivos. Este hecho se debe a que existen problemas regulatorios en el manejo de los TIP, ya que los incentivos tributarios otorgados a los TIP no son atractivos para las AFP y además, existen fallas en la valoración de estos títulos para el portafolio de las mismas. Para mayor información, véase en Temas especiales sobre estabilidad financiera, el artículo "El mercado hipotecario secundario colombiano".

En el interior de los títulos de deuda pública, se observa que ha existido una recomposición marginal hacia títulos de deuda pública externa con respecto a marzo de 2003. En octubre de 2003 los títulos de deuda pública externa en manos de las AFP ascendió a \$5,12 b, lo que representa aproximadamente el 16% de la deuda externa emitida en bonos por la nación³⁴.

Como se ha mencionado en los capítulos anteriores, el *spread* de la deuda externa colombiana ha tenido un buen desempeño a lo largo del año, al igual que los títulos TES, cuyas tasas han descendido desde marzo de 2003. Este hecho, junto con una perspectiva económica positiva, ha provocado una mejora en el perfil de riesgo de buena parte del portafolio de este tipo de agentes.

b. Descomposición por plazos y moneda

Al descomponer el portafolio de las AFP por tipo de moneda y/o unidad de cuenta, se observa que la participación de las monedas no ha cambiado desde diciembre de 2002 y que las inversiones atadas a la inflación o la unidad de valor real (UVR) conservan su importancia, seguidas de las denominadas en pesos (Gráfico 46). Es necesario resaltar que a pesar de representar las inversiones denominadas en UVR o la inflación el porcentaje más alto del portafolio (38,7%), todavía es moderado, al considerar la indexación de los pasivos de las AFP a la inflación. Por tal razón, aún existe potencial de crecimiento para los instrumentos

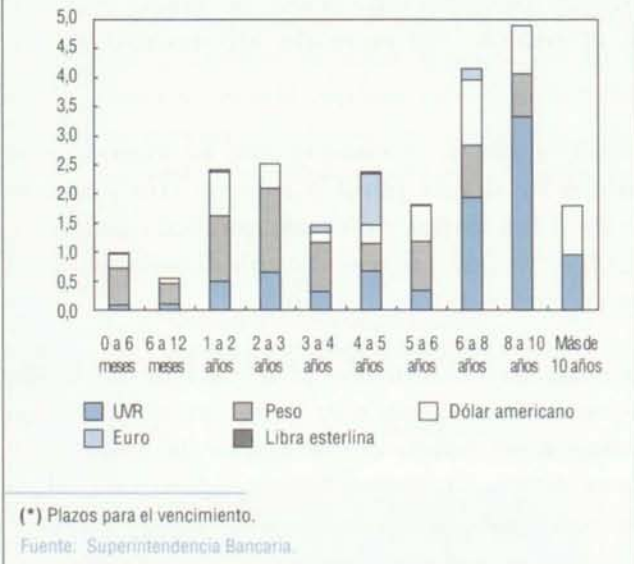


³⁴ A septiembre de 2003 la deuda pública externa emitida por el gobierno nacional en forma de bonos ascendía a US\$11.095 millones (m), equivalente a \$32 b.

Gráfico 47

Composición del portafolio de las AFP (*) según plazos y moneda, octubre de 2003

(Billones de pesos)



(*) Plazos para el vencimiento.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

financieros denominados en UVR o inflación. Adicionalmente, la principal moneda extranjera, ante cuyos movimientos continúa estando expuesto el portafolio, es el dólar americano.

Analizando los activos del portafolio según su plazo para el vencimiento, se observa que estos se encuentran ligeramente más concentrados en plazos menores de 10 años que lo observado en marzo de este año, el 92% de los activos tiene un vencimiento menor que este plazo (Gráfico 47). Esto contrasta con el hecho de que el 43% de los afiliados a las AFP

se encuentra entre los 25 y 34 años, lo que hace evidente el desfase existente entre plazos y duraciones del activo frente al vencimiento de sus pasivos.

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

B. Establecimientos de crédito

La presente sección tiene la intención de ilustrar la evolución de las principales variables del total de entidades de crédito durante 2003, con especial énfasis en el período comprendido entre mayo y noviembre del mismo año.

Para tal fin, se seguirán los principales acervos del sector financiero, se estudiará la evolución de su rentabilidad, y se medirá su exposición frente a los principales riesgos inherentes al negocio del sector.

1. Evolución de activos, pasivos y operaciones fuera de balance³⁵

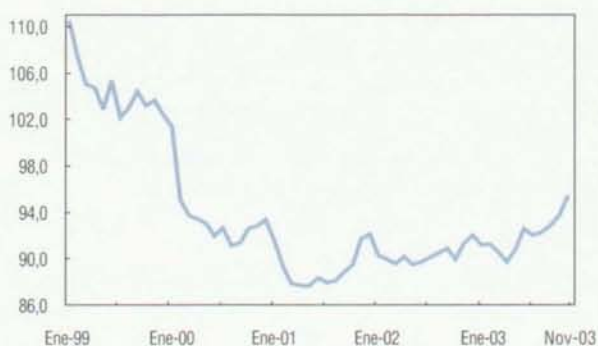
a. Posiciones activas

El activo del total de las entidades de crédito continuó con su senda ascendente durante el segundo semestre de 2003. Su crecimiento fue 4,5% real anual en noviembre, con lo que alcanzó una cifra de \$95,8 b (Gráfico 48).

La cartera de créditos, su principal componente, tuvo una contribución importante en dicha expansión tal como se evidencia en el Gráfico 49. En efecto, aquella creció a un ritmo promedio de 4,1% real anual entre mayo y noviembre. Cabe destacar, sin embargo, que pese a las tasas de crecimiento exhibidas por el activo o por la cartera de créditos, estos acervos están aún lejos de los niveles en que se encontraban antes de 1999, lo que permite afirmar que no existe evidencia de que se esté desarrollando una burbuja financiera.

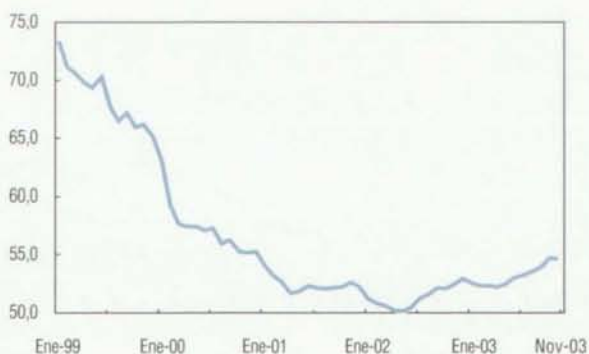
Este evento es consistente tanto con una reactivación de la actividad económica del país como de la absorción, lo que ratifica y consolida el buen desempeño que ha tenido el crédito desde finales de 2002, completando 12 meses seguidos con un crecimiento real anual positivo.

Gráfico 48
Activo total de los establecimientos de crédito
(Billones de pesos de septiembre de 2003)



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

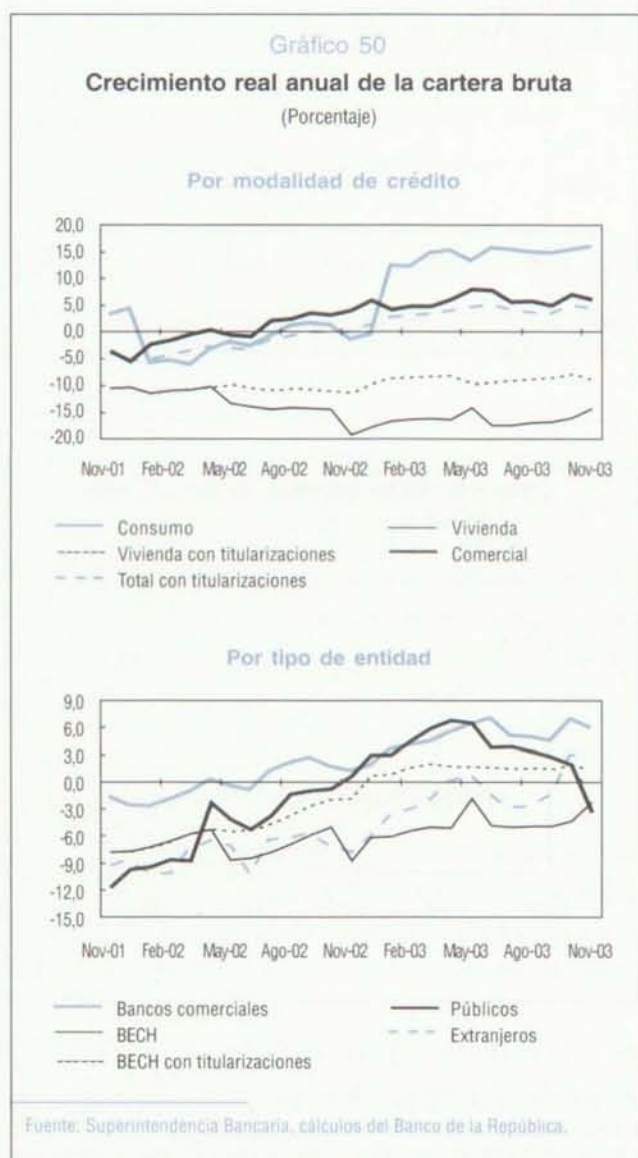
Gráfico 49
Cartera bruta incluyendo titularizaciones
(Billones de pesos de septiembre de 2003)



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

³⁵ Dada la liquidación del Instituto de Fomento Industrial (IFI) en junio de 2003, se excluyó esta entidad de los cálculos de los acervos del sistema financiero con el fin de hacer comparables las series a lo largo del tiempo, y evitar distorsiones en los cálculos de las variaciones anuales del último semestre.

Un análisis más detallado de la cartera muestra que su crecimiento se debe a la dinámica de todas las modalidades de crédito con excepción del hipotecario. En efecto, el crédito de consumo alcanza un crecimiento que ronda el 15,0% real anual desde junio, mientras que el crédito comercial se está incrementando a una tasa promedio del 6,5% en lo corrido del segundo semestre de 2003. La reciente categorización de los microcréditos muestra también resultados interesantes, si bien su crecimiento se ha moderado en el último trimestre (pasando de un crecimiento anual promedio de casi 200% en el primer semestre del año, a 46,1% en promedio entre agosto y noviembre). En lo que respecta a los créditos de vivienda, estos continúan decreciendo a tasas reales cercanas al 9%, aunque se aprecia una mejora marginal en los meses de octubre y noviembre (Gráfico 50).



El comportamiento del crédito por grupo de entidades ha exhibido cambios más destacables en lo corrido del último semestre. Se observa principalmente la reactivación del crédito en las entidades extranjeras, y la desaceleración de este en la banca pública (Gráfico 50). En lo que respecta a los BECH, el crecimiento de sus colocaciones (incluyendo los montos titularizados) es positivo. Esto se debe a su incursión en negocios diferentes del préstamo hipotecario, como el crédito comercial y sobre todo el de consumo.

En lo que respecta al acervo de inversiones, se mantiene la dinámica creciente registrada en el reporte anterior. El monto total de inversiones de las entidades de crédito alcanzó \$27,9 b en noviembre de 2003, gracias a un crecimiento promedio del 7% real a lo largo de 2003. Este comportamiento de las inversiones, junto con el crecimiento

de la cartera ya descrito, ha permitido mantener relativamente constante la participación en el activo de sus dos principales componentes durante el segundo semestre de 2003 (Gráfico 51).

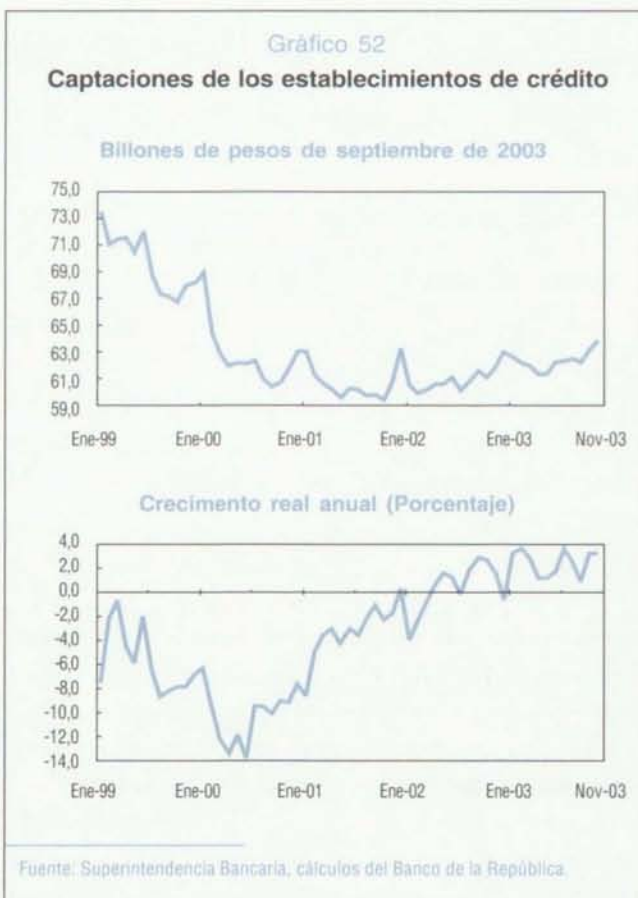
b. Posiciones pasivas

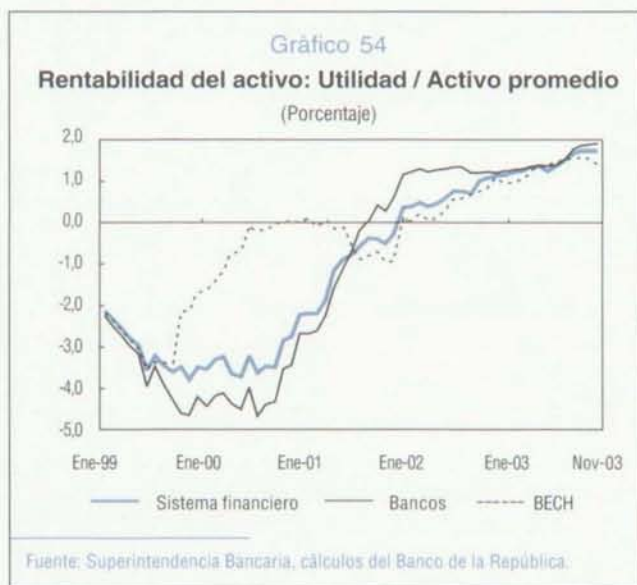
Las captaciones aceleraron su crecimiento en el segundo semestre de 2003, alcanzando un nivel de \$64,2 b en noviembre. En efecto, entre mayo y noviembre, los depósitos tuvieron un crecimiento real cercano al 4%. Mientras esta parte del pasivo continúe incrementándose, la posibilidad de que escaseen las fuentes de financiamiento de las colocaciones en el mediano plazo se va disminuyendo (Gráfico 52).

c. Derivados

El monto de operaciones con derivados continuó con su senda ascendente durante el año 2003, a pesar de una disminución relativamente pequeña en el primer trimestre. El crecimiento anual del total de derechos en *forwards*, futuros, *swaps* y opciones ha rondado el 24% en promedio durante todo el año 2003, lo que confirma el gran dinamismo que ha tenido este tipo de instrumentos en el sistema financiero colombiano.

Al descomponer estas operaciones entre los diferentes





tipos de subyacente (Gráfico 53), es posible notar que las operaciones con divisas siguen constituyendo la mayor parte de los derivados, con una contribución cercana al 71%. La mayor parte de esas operaciones las realiza la banca comercial.

Cabe destacar también el dinamismo que han tenido los derivados de tasa de interés a partir de julio de 2003. El monto de operaciones de dicha tasa pasó de \$2,8 b en junio a \$8,6 b en octubre del mismo año, debido casi exclusivamente a operaciones *swap* realizadas por algunas corporaciones financieras.

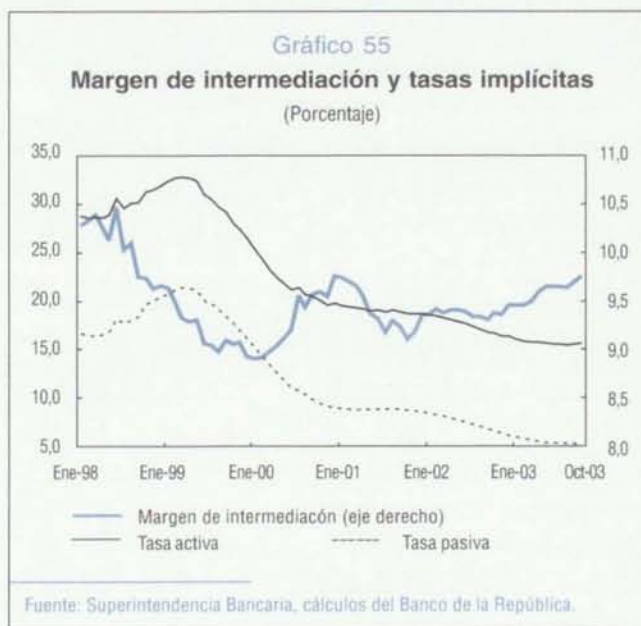
2. Rentabilidad

Las entidades de crédito continuaron aumentando la rentabilidad del activo durante el año 2003. El indicador de utilidad anualizada sobre activo promedio (Gráfico 54), que se encontraba en 1,28% en mayo, se incrementó a 1,76% en noviembre de 2003 para la totalidad de entidades. Este comportamiento es producto del aumento en utilidades tanto de bancos comerciales

como de BECH. Este incremento en la rentabilidad es producto de una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera de crédito e inversiones), en detrimento de activos improductivos. En el caso de los BECH existe todavía potencial para que continúe dicha recomposición, por lo menos en el corto plazo, lo que podría seguir impulsando las mejoras en rentabilidad.

El margen de intermediación financiera es otro indicador relevante cuando se analiza la rentabilidad del negocio de captación y colocación. Es posible

observar en el Gráfico 55, que el margen entre la tasa activa (definida como la razón entre los ingresos por cartera y la cartera productiva) y la tasa pasiva (construida como los egresos financieros sobre los depósitos y exigibilidades) se incrementó en 11 puntos básicos entre mayo y octubre de 2003. Por lo tanto, la labor de intermediación se ha convertido en una actividad más rentable, lo que podría seguir incentivando la oferta de nuevos créditos en el futuro.



RECUADRO 2

LOS MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN

La multiplicidad de formas existentes para medir los márgenes de intermediación financiera¹ produce, en muchos casos, confusiones a la hora de contrastar diferentes estudios, sobre todo cuando se busca hacer algún tipo de comparación internacional.

Por ejemplo, el nivel actual del margen que se muestra en el Gráfico 55 (9,7%), podría parecer desproporcionadamente alto frente al promedio de 6,4% que muestran los países de ingreso medio bajo en un estudio del Banco Mundial publicado en 1999². Sin embargo, esta diferencia se atribuye casi enteramente a diferencias en las metodologías utilizadas en el cálculo del margen, más que a particularidades atribuibles al sistema financiero colombiano.

De este modo, si se quiere comparar el nivel del margen financiero bajo un contexto internacional, se debe utilizar una metodología homogénea entre países. Si se toma la

¹ Para una revisión sobre diferentes maneras para calcular el margen de intermediación financiera, véase Janna, M. *et al.* (2001). "Medición y evolución de los márgenes de intermediación financiera para el caso colombiano, 1996-2001", en *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 182.

² Demirgüç-Kunt, A.; Huizinga, H. (1999). "Determinants of Commercial Banks Interest Margins and Profitability: Some International Evidence", en *The World Economic Review*, Vol. 12, No. 2.

definición utilizada en el estudio del Banco Mundial, que corresponde a la diferencia entre los ingresos y egresos por intereses como proporción del activo, en lugar de la definición del margen explicada anteriormente, Colombia presenta en la actualidad un nivel de 3,8%. Este nivel es claramente inferior al promedio del 6,4% que registraban los sistemas financieros de países con ingresos similares a este país durante la primera parte de la década de los noventa (período en el que se basó dicho estudio), y también es inferior al 6,0% que presentaba Colombia para ese entonces (Gráfico 1 R2).

Gráfico 1 R2
(Ingresos por intereses - Egresos por intereses) / Activo promedio
(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

Lo anterior demuestra que si bien el margen de intermediación en el país (medido por cualquiera de las dos formas descritas en este reporte) se ha incrementado levemente en el último año, sus niveles no son atípicamente altos cuando se comparan con su comportamiento histórico o con los presentados por otros países con características similares a las de Colombia.

3. Exposición a riesgos

a. Riesgo de crédito

La calidad de la cartera de créditos de las entidades de crédito siguió mejorando después de mayo de 2003. Esta reducción en el riesgo de crédito ha ocurrido en los bancos comerciales y más recientemente en los BECH, y es observable gracias a menores niveles de cartera vencida y/o cartera riesgosa como proporción de la cartera bruta (gráficos 56 y 57). En la actualidad, estos indicadores alcanzan niveles de 7,2% y 17,5%, respectivamente, para la totalidad de entidades de crédito, lo que confirma que el deterioro crediticio continúa en niveles bajos con respecto a los últimos años.

De hecho, buena parte de los acervos de cartera deteriorada que exhiben las entidades de crédito en sus balances está asociada a decisiones previas a la

crisis financiera. Esto hace que los indicadores de riesgo estudiados puedan sobrestimar en algún grado el riesgo de crédito potencial que percibe en la actualidad, puesto que los desembolsos más recientes tienen un perfil de riesgo menor que el presentado por el acervo de cartera desembolsada hace más de tres o cuatro años.

La calidad de la cartera por modalidad de crédito sigue registrando las mismas propiedades de los últimos 12 meses. En efecto, tanto la cartera de consumo, como la comercial y el microcrédito siguen mejorando sus indicadores, mientras que el crédito de vivienda continúa registrando indicadores de riesgo muy elevados que prácticamente no han cedido pese al entorno económico favorable de 2003³⁶.

Estos indicadores, junto con un mejor cubrimiento de la cartera a través de mayores provisiones (como proporción de la cartera vencida o riesgosa) durante todo el año 2003 (Gráfico 58), confirman que el riesgo de crédito se encuentra en niveles realmente favorables para las entidades de crédito.

³⁶ Cabe aclarar, sin embargo, que la calidad de la cartera de vivienda, incluyendo los saldos titularizados, ha mejorado marginalmente en este período.

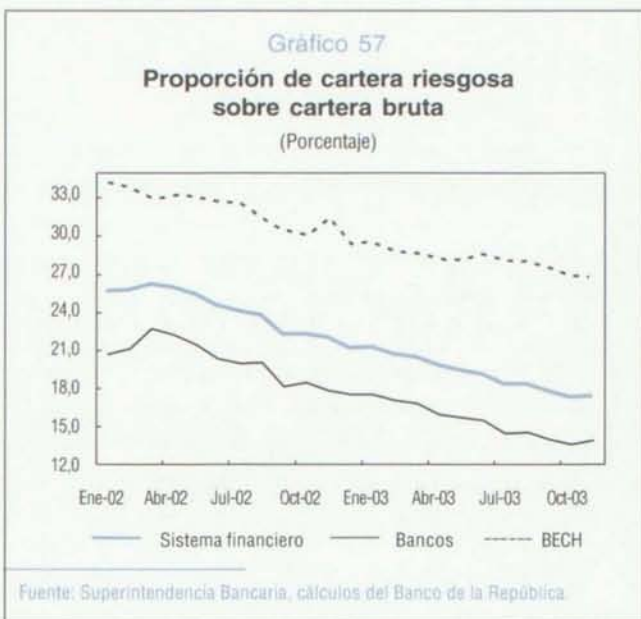
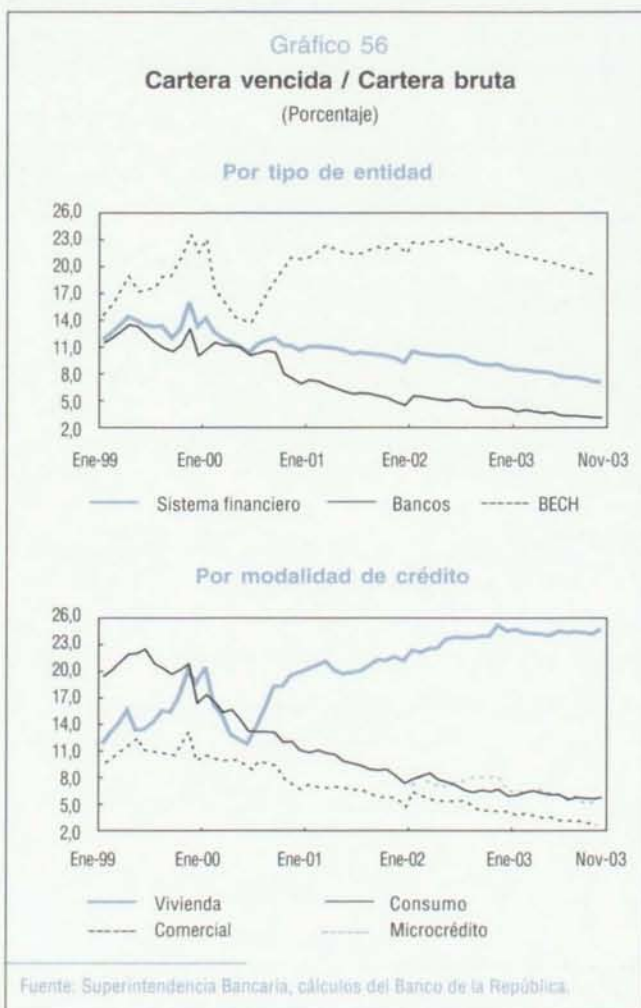


Gráfico 58
Provisiones de cartera
(Porcentaje)



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

Quedan, sin embargo, dos aspectos que fueron enunciados desde el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior:

El primero tiene que ver con la resistencia a la mejora de la calidad de los créditos de vivienda. Es necesario enfocar los esfuerzos para que las nuevas colocaciones de créditos de vivienda no estén sujetas al riesgo del acervo actual de esta cartera. Esto con el fin de poder reactivar el negocio del préstamo hipotecario.

El segundo hace referencia al monitoreo adicional que es necesario para las nuevas asignaciones de crédito, sobre todo en períodos de auge crediticio, con el fin de que su calidad no se deteriore y entorpezca la dinámica positiva que ha tenido el sector desde el año 2002³⁷.

b. Riesgo de liquidez

Con el fin de tener una idea de la situación de liquidez de corto plazo de los principales intermediarios del sector, se construyó un indicador que relaciona la resta de los activos líquidos y los pasivos volátiles como proporción de la totalidad de depósitos. A medida que este indicador aumenta, la entidad posee más activos líquidos que hagan contrapeso a movimientos en los pasivos.

De esta manera se observa (Gráfico 59) que la liquidez continúa en niveles relativamente satisfactorios con respecto al pasado reciente tanto para los bancos comerciales como para los BECH, lo que hace difícil que se presenten problemas de liquidez en el corto plazo. Cabe anotar, sin embargo, que el

³⁷ Hasta el momento no existe evidencia que muestre un deterioro de la calidad de las nuevas asignaciones de cartera, lo que significa que el crecimiento de los préstamos durante el año 2003 parece no haber ido en contra de la calidad en el proceso de selección de los clientes sujetos de crédito.

crecimiento del indicador durante el segundo semestre de 2003 se ha atenuado, lo que puede estar reflejando pequeñas presiones ocasionadas por la reactivación del crédito de los últimos meses.

c. Riesgo de mercado

Los movimientos en los precios (tasas de interés, tasas de cambio, precios de acciones, etc.) son susceptibles de afectar la valoración de aquellos activos que se encuentran atados a ellos. Es así como las variaciones en los diferentes precios financieros pueden llegar a afectar el valor de los componentes del balance del sistema financiero (riesgo de mercado).

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

La relación entre el VER por riesgo de mercado y el total de activos ponderados por riesgo (APR), es un reflejo de qué tan expuesta se halla la actividad de las entidades al riesgo de mercado. Es posible observar que el VER ha alcanzado valores que oscilan alrededor del 11% de los APR desde enero de 2002, cifra que se ha mantenido sin mayores alteraciones (Gráfico 60).

El Gráfico 61 ilustra cómo está compuesto el VER por riesgo de mercado discriminando entre diferentes tipos de riesgo. Es posible observar cómo el riesgo

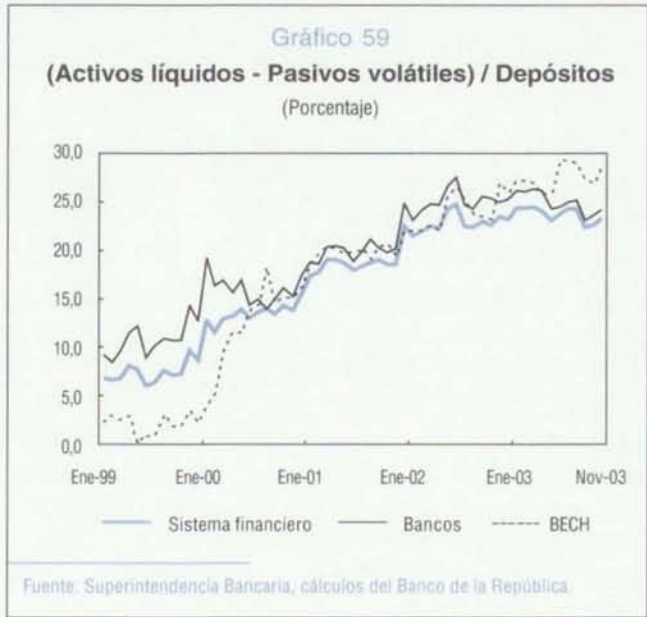
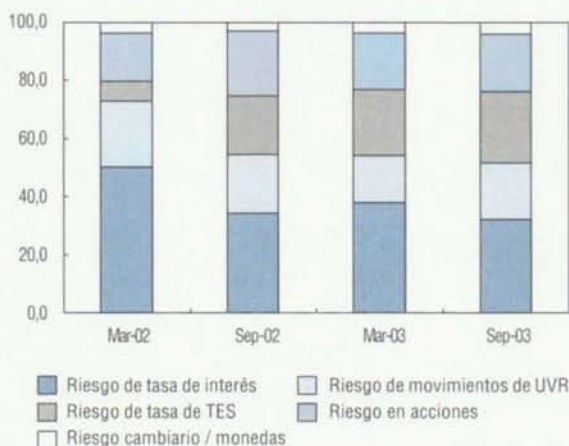


Gráfico 61
VER por clases de riesgo
 (Porcentaje)



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

de tasa de interés del mercado monetario y crediticio ha venido reduciendo su participación en el VER, mientras que el riesgo de mercado ocasionado por la tenencia de TES tuvo un salto permanente a raíz de la crisis en el precio de estos instrumentos en julio y agosto de 2002. En lo que respecta al riesgo en UVR y al riesgo cambiario, se puede afirmar que sus participaciones en el total de pérdidas potenciales por cambios en el mercado se han mantenido prácticamente constantes en 2002 y 2003.

RECUADRO 3

LA COYUNTURA DEL MERCADO SECUNDARIO DE TES B

En el segundo semestre de 2002 la economía colombiana presenció un breve período de pérdidas significativas por valoración de los portafolios de TES B. Tal suceso puso en evidencia la importancia del monitoreo de este mercado, dada la exposición al riesgo frente a estos activos por diversos agentes de la economía y en particular del sector financiero. Por tal motivo en las últimas publicaciones del *Reporte de Estabilidad Financiera* se viene realizando un análisis de la concentración, exposición al riesgo y un ejercicio de cuantificación de portafolios de los tenedores de bonos. En el presente trabajo se utiliza la misma metodología de valoración del reporte financiero de diciembre de 2002¹, aplicada al 3 de septiembre de 2003.

El Cuadro 1 R3 presenta la distribución de los saldos de TES B valorados a precios de mercado entre el sector financiero y el resto de la economía. Como se observa, a septiem-

¹ *Reporte de Estabilidad Financiera*, diciembre de 2002, p. 68, nota 4 de pie de página. La única variación es la sustitución de la técnica de estimación de la curva *spot* cero cupón de Fisher, Nychka y Zevros (1994) por la de Nelson y Siegel.

Cuadro 1 R3

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

(Millones de pesos)

	En Pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 3 de septiembre de 2003				
Sector financiero	6.586.283	1.271.145	2.946.224	10.803.651
Bancos comerciales	6.137.451	1.199.190	2.845.208	10.181.849
Compañías de financiamiento comercial	22.754	1.605	7.987	32.346
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	3.050	0	0	3.050
Corporaciones financieras	423.028	70.35	93.029	586.407
Resto de la economía	20.412.438	11.071.065	9.520.965	41.004.468
Total	26.998.721	12.342.210	12.467.188	51.808.119
Saldos a 19 de marzo de 2003				
Sector financiero	5.518.232	696.887	2.748.249	9.330.949
Bancos comerciales	4.551.709	592.556	2.545.908	8.013.993
Compañías de financiamiento comercial	43.544	0	5.723	53.859
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	2.801	0	0	2.801
Corporaciones de ahorro y vivienda	484.744	32.995	98.525	616.263
Corporaciones financieras	435.434	71.336	98.093	644.033
Resto de la economía	17.138.446	11.418.834	9.725.645	40.605.042
Total	22.656.678	12.115.721	12.473.895	49.935.991

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

Fuente: Banco de la República.

bre 3 de 2003 el sistema financiero tenía \$10,8 b en TES B (20,8% del total de los títulos en el mercado) comparado con los \$9,3 b de marzo, lo cual implica un aumento de \$1,5 b. Este comportamiento revierte la disminución reportada en la anterior publicación². La participación según moneda en el saldo total de TES B del sistema financiero registra un grueso de 60,9% en tasa fija, seguido de las unidades de valor real (UVR) con 27,27% y por último, los TES B de tasa variable (TV) con 11,8%³, lo cual representa un aumento de 4,4 y 1,8 puntos porcentuales, respectivamente, en la participación de TES B de tasa variable y TES B tasa fija en el portafolio total. Por el contrario, los TES B denominados en

² *Ibidem*, p. 56.

³ Para marzo de 2003 la participación era de 59,1%, 29,4% y 7,4%, respectivamente. Los TES B denominados en dólares no se incluyeron en el ejercicio de valoración. No fue posible la construcción de una curva *spot* debido al tamaño reducido de la muestra.

UVR disminuyeron su participación en 2,13 puntos porcentuales. La anterior disminución puede explicarse como producto de las expectativas de inflación, los agentes parecen estar percibiendo una estabilidad en los precios, lo cual los hace disminuir su tenencia de títulos indexados.

La distribución del portafolio según denominación entre los sectores de la economía muestra una importante participación del sector financiero, por ello, resulta relevante mirar la sensibilidad de los saldos ante los cambios de la tasa de interés y en esta medida evaluar el riesgo financiero de los agentes. El Cuadro 2 R3 presenta la duración ponderada por portafolio. Como se observa, la duración de los títulos en pesos a tasa fija del sector financiero es superior a la duración promedio ponderada del total de la deuda del resto de la economía. Los datos implican una mayor sensibilidad del sistema financiero ante los cambios en la tasa de interés nominal, dado que los títulos de tasa fija representan el 60,7% de su portafolio total. Por otro lado, la duración promedio ponderada de los

Cuadro 2 R3
Duraciones ponderadas por portafolio
(Años)

	En Pesos	En TV	En UVR	Total
Saldos a 3 de septiembre de 2003				
Sector financiero	2,0	3,9	3,8	2,7
Bancos comerciales	2,0	4,0	3,8	2,7
Compañías de financiamiento comercial	2,0	4,3	3,0	2,3
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	0,9			0,9
Corporaciones financieras	2,0	3,6	3,2	2,4
Resto de la economía	1,8	3,9	4,1	2,9
Total	1,8	3,9	4,0	2,9
Saldos a 19 de marzo de 2003				
Sector Financiero	2,0	3,3	4,3	2,8
Bancos comerciales	1,9	3,3	4,4	1,7
Compañías de financiamiento comercial	1,3	0,0	3,4	2,3
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	2,3	0,0	0,0	2,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	2,1	2,9	3,8	2,7
Corporaciones financieras	2,5	3,6	3,6	1,2
Resto de la economía	1,8	3,8	4,2	2,9
Total	1,8	3,7	4,3	2,9

Fuente: Banco de la República.

TES UVR es mayor que la duración del sistema financiero e igual para los TES de tasa variable.

Los cambios en el valor del portafolio de los TES B dada una variación paralela a lo largo de la curva *spot* de 1% en las distintas tasas de interés, es posible calcularlos con las duraciones. A septiembre de 2003, el efecto de dicho movimiento de las tasas de interés sobre el sector financiero sería de mayor grado para los bonos denominados en pesos de tasa variable (3,93%), seguido de los TES UVR con 3,77%, y por último, los TES de tasa fija con 1,97%. Los efectos sobre el valor del portafolio del resto de la economía serían, respectivamente, 3,93%, 4,08% y 1,80%, los cuales no distan mucho del sector financiero.

Las duraciones ponderadas de los títulos denominados en pesos de tasa fija y en UVR conservaron la tendencia decreciente observada a principio de año con respecto a 2002. En particular la duración de los títulos en UVR bajó más en el sector financiero que en el resto de la economía, 0.56 y 0.26 puntos porcentuales respectivamente. Así mismo, la duración de los títulos de tasa variable aumentó en 0,64 puntos porcentuales.

El último ejercicio que se llevó a cabo para el presente reporte fue calcular un escenario posible de resultados. Con este fin se realizó un ejercicio de cuantificación de portafolios de TES B para todos los sectores, valorando todo a precios de mercado y suponiendo que el acervo y la distribución de estos títulos no variaron entre las dos fechas indicadas para poder aislar el efecto del cambio en las tasas de interés. El Cuadro 3 R3 resume los

Cuadro 3 R3
Ganancias por valoración de TES B ante un cambio en la curva *spot*
Entre el 19 de marzo y 3 de septiembre de 2003
(Millones de pesos)

	En Pesos	En TV (*)	En UVR	Total
Sector financiero	208.648	38.284	27.212	274.145
Bancos comerciales	193.670	36.358	26.693	256.721
Compañías de financiamiento comercial	656	56	34	746
Cooperativas de grado Sup. de carácter Financ.	16	0	0	16
Corporaciones financieras	14.306	1.870	485	16.661
Resto de la economía	560.924	334.155	101.368	996.446
Total	769.572	372.439	128.580	1.270.591

Fuente: Banco de la República.

resultados del ejercicio y presenta las ganancias por valoración de TES B ante un cambio de la curva *spot* entre marzo 19 y septiembre 3 de 2003. En el cuadro se observa que con el cambio ocurrido en las tasas entre marzo y septiembre la economía hubiera tenido ganancias por \$1,3 b, cifra bastante significativa, más aún comparada con las pérdidas calculadas en el anterior reporte (\$25 mm para el total de la economía). Por su parte, las ganancias del sector financiero ascenderían a \$274 mm.

Las cifras favorables reportadas en el ejercicio pueden explicarse a partir de tres hechos fundamentales. El primero, las mejores perspectivas en el frente inflacionario por parte del público, debidas principalmente a las lecturas positivas en los datos de la inflación en la última parte del año, han eliminado las presiones negativas sobre el mercado y han aumentado de manera importante la demanda de TES. Segundo, la coyuntura del referendo y la reforma tributaria no han tenido un efecto significativo sobre el comportamiento de los agentes, la demanda no se ha visto negativamente afectada como habría de esperarse por esa vía. Tercero, la revaluación del dólar durante 2003 ha generado una sustitución en los portafolios de los agentes de los activos en dólares por TES, aumentando de esta forma no sólo la demanda sino la confianza en el mismo mercado. Estos tres efectos explican, en gran medida, las ganancias reportadas por valoración.



4. Solidez patrimonial

La solvencia de las entidades de crédito continuó en niveles del 13% en lo corrido del segundo semestre de 2003 (Gráfico 62). De esta manera, es posible afirmar que el sector cuenta con una solidez patrimonial suficiente para enfrentar nuevos riesgos³⁸ sin incumplir con el requisito de solvencia del 9%.

³⁸ Es necesario resaltar que a partir de enero de 2004 la exigencia de capital por riesgos de mercado ponderará por el 100% del total del VER y no por el 80%, como es actualmente. Esto supone que, manteniendo todo lo demás constante, el sistema como un todo debería incrementar su patrimonio técnico en cerca del 2% para mantener los niveles de solvencia inalterados.

5. Conclusiones

- Las entidades de crédito siguen mostrando un comportamiento satisfactorio en materia de otorgamiento de crédito en el segundo semestre de 2003, tal como lo venía haciendo desde mediados de 2002. Con excepción del crédito de vivienda, todas las modalidades de préstamos han contribuido a que se consolide dicha reactivación. El análisis por tipo de entidad muestra una reactivación del crédito en la banca extranjera y una desaceleración en la banca pública.
- Esta dinámica es consistente con un incremento de la absorción en la economía durante 2003. En el caso del sector público, la tendencia hacia un mayor endeudamiento no es nueva. Sin embargo, en el caso del sector corporativo privado, se aprecia una renovada tendencia dirigida a contraer nuevas obligaciones con el sistema financiero como resultado de un mayor deseo de incrementar su gasto, pero sobre todo, como consecuencia de la recomposición de una parte de su pasivo.
- Adicionalmente, el conjunto de entidades de crédito sigue mostrando niveles de rentabilidad patrimonial y del activo acordes con períodos de relativa estabilidad financiera. A lo largo de 2003 la rentabilidad continuó su ascenso debido principalmente a una recomposición del activo hacia negocios productivos (cartera e inversiones), a mayores márgenes financieros, y a una evolución positiva del precio de los títulos de deuda pública que se encuentra en su poder.
- La mayor rentabilidad del sistema y niveles de liquidez de corto plazo adecuados, junto con la estabilidad en los precios registrada durante el año, permitieron que el otorgamiento del crédito reseñado se haya dado en un contexto de tasas de interés razonablemente bajas.
- Por otra parte, los establecimientos de crédito continúan evidenciando reducciones generalizadas en los distintos riesgos inherentes a su negocio. Adicionalmente a este hecho, los adecuados niveles de patrimonio, aseguran una solidez patrimonial capaz de seguir expandiendo el negocio crediticio en el corto plazo.
- Buena parte de las mejoras en la percepción del riesgo de contraparte está asociada con una mejora en los principales indicadores de sus deudores privados. En el caso del sector corporativo, se aprecia un incremento en

sus niveles de rentabilidad y menores indicadores de endeudamiento total. En el caso de los hogares, tanto los indicadores de ingresos como los de precios de activos mejoraron. Pese a esto, en promedio, el sector de hogares parece no decidirse a incrementar de manera importante su endeudamiento ni su gasto en la misma proporción que el resto de deudores.

- En el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior se señalaba que la calidad de los activos del sistema financiero con el sector público se había visto favorecida por el buen comportamiento de las tasas de interés, a pesar de que los indicadores de sostenibilidad fiscal no habían mejorado radicalmente. Esta situación sigue siendo vigente en la medida en que el proceso de disminución de la tasa de interés de la deuda pública ha continuado, y el comportamiento de los indicadores de sostenibilidad ha presentado una desaceleración pero no un quiebre en su tendencia.
- El mejor comportamiento relativo de los indicadores de sostenibilidad de deuda pública ha dependido de la evolución en el tipo de cambio, que a su vez, se relaciona con la confianza en la solidez de la deuda pública. Por esta razón es importante reiterar la necesidad de un ajuste en las finanzas públicas que reafirme la confianza de los mercados y evite una pérdida de valor en los activos domésticos que empeore las condiciones de sostenibilidad de la deuda pública.
- Mientras no cambie el buen entorno externo ni el buen crecimiento de los depósitos registrado en el último año, no van a presentarse faltantes en las fuentes de financiamiento del activo del sistema que causen problemas de liquidez en el mediano plazo. Sin embargo, en una eventualidad diferente, el ajuste del sector público se haría aun más necesario para evitar que este entre a competir por recursos líquidos con el sistema financiero, y así evitar posibles presiones de liquidez.
- Por todo lo anterior, es posible apreciar que persiste una disposición tanto del sistema financiero a continuar ofreciendo nuevos créditos, como de los agentes (sobre todo de las empresas) a seguir endeudándose. Esto hace prever que, por lo menos en el corto y el mediano plazos, el crédito continuará aumentando.

- En síntesis, el negocio crediticio ha seguido incrementando su dinámica durante el año 2003. Pese al aumento en los desembolsos, la evidencia recogida hasta ahora no hace prever que el sistema se encuentre en un proceso de recalentamiento que ponga en peligro la estabilidad financiera. Esta afirmación se deriva del hecho que, si bien, se ha registrado un crecimiento importante en los activos y la cartera del sistema y en la absorción de la economía, ni sus acervos ni su dinámica alcanzan aún niveles atípicamente altos que puedan desencadenar una burbuja financiera.