

III. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LOS DEUDORES DEL SISTEMA

El nivel de endeudamiento de los hogares continúa aumentando, impulsado principalmente por el crecimiento del crédito de consumo, lo que estuvo acompañado por variaciones negativas de la cartera vencida. Los precios reales de la vivienda siguen presentando una tendencia al alza, aunque menor que la de la deuda hipotecaria. Asimismo, se ha comenzado a observar incrementos en la carga financiera de los hogares como resultado de la expansión de la cartera de consumo.

A. SECTOR CORPORATIVO

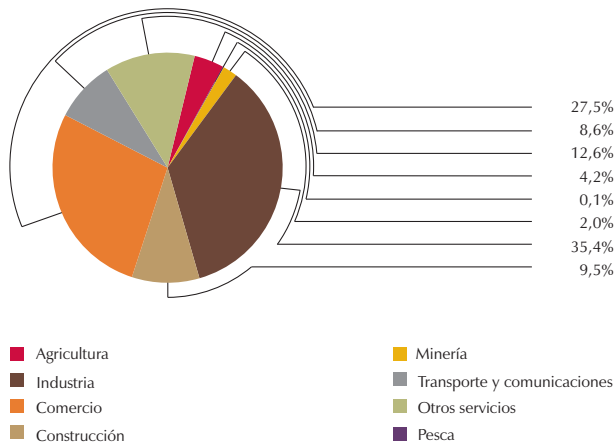
Analizar la trayectoria de los indicadores de desempeño y de apalancamiento de las empresas es de vital importancia para el mantenimiento de la estabilidad financiera, debido a que concentran gran parte de los activos del sistema financiero. Los créditos y títulos del sector corporativo privado representaron el 46% del total de activos de los establecimientos de crédito en junio de 2011.

En esta sección se presenta un análisis a partir de la información contable reportada a la Superintendencia de Sociedades. Por la periodicidad con que se recoge la información, las cifras corresponden a las de los estados financieros de diciembre de 2010.

Los indicadores examinados buscan describir el endeudamiento de las empresas, así como su capacidad de pago. Dentro de estos se encuentran los de endeudamiento, rentabilidad y liquidez, que han sido identificados como determinantes de la fragilidad financiera de las firmas colombianas³¹.

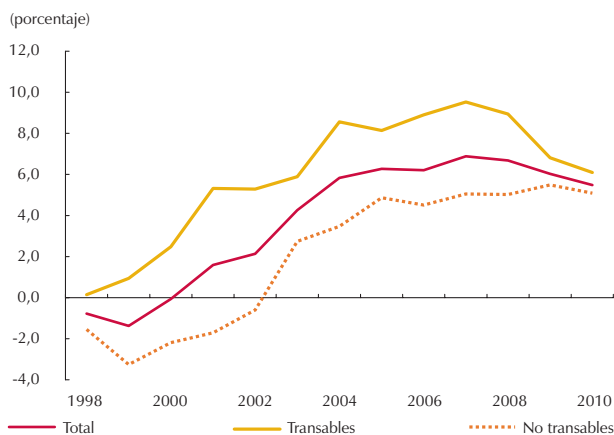
31 Óscar Martínez (2003). “Determinantes de la fragilidad de las empresas colombianas”, Borradores de Economía, núm. 259, Banco de la República.

Gráfico 58
Composición sectorial de la cartera comercial



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

Gráfico 59
ROA (utilidad antes de impuestos/activos totales)



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

1. Descripción de la muestra

Las empresas que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades entre 1998-2010 fueron en promedio 16.900. Aquellas pertenecen al sector real de la economía y a diciembre de 2010 concentraron el 52% de la cartera comercial del sector corporativo privado.

El análisis que se realiza en esta sección tomará como referencia la división entre empresas productoras de bienes transables y no transables³², y por sector económico dentro de cada grupo. De esta manera, es necesario establecer la importancia de cada sector dentro de la cartera comercial identificada³³. El Gráfico 58 muestra la composición sectorial, donde se observa que la industria manufacturera y comercio poseen la mayor participación: 35,4% y 27,5%, respectivamente.

2. Dinámica del sector corporativo privado³⁴

La recuperación económica observada desde 2010 y la reactivación del crecimiento de la cartera comercial se vieron reflejadas en los indicadores de desempeño y apalancamiento de las empresas, observándose así un incremento en la utilidad, y en los endeudamientos total y financiero. Es importante resaltar que este comportamiento fue diferente en todos los sectores económicos.

Al examinar la rentabilidad del activo (ROA) —razón entre la utilidad antes de impuestos y los activos totales— se observa una caída generalizada para las empresas de los sectores transable y no transable. Lo anterior se traduce en una reducción de 54 pb en el

ROA del total de la muestra, pasando de 6% en diciembre de 2009 a 5,5% en el mismo mes de 2010 (Gráfico 59). Cabe resaltar que, a diferencia de 2009, el decrecimiento en el ROA no se dio por una disminución de la utilidad sino por un menor crecimiento de esta (1,6% real anual) con respecto a los activos (10,2%).

32 Las empresas productoras de bienes transables son aquellas que pertenecen a los sectores de agricultura, pesca, explotación de minas y canteras, e industria manufacturera. Las productoras de no transables se ubican en el resto de sectores.

33 Como se mencionó, la Superintendencia de Sociedades compila información del 52% de la cartera comercial del sector corporativo privado. El restante es cartera que poseen empresas que no están obligadas a reportar a dicha entidad.

34 En esta sección se utiliza una muestra de empresas conformada por todas aquellas que reportaron información en el período 1998-2010.

Dentro de estos últimos se destaca el aumento de las inversiones de largo plazo (15,2%) y de la propiedad, planta y equipo (3,5%) (Cuadro 5).

Analizando el ROA por sectores, se encuentra que las productoras de bienes no transables disminuyeron su rentabilidad, pasando de 5,5% a 5,1% entre diciembre de 2009 y el mismo mes de 2010. Como se mencionó, la caída en este indicador estuvo asociada con un mayor incremento de los activos respecto a la utilidad. Dentro de este grupo las que presentaron una mayor rentabilidad fueron las empresas de comercio (6,8%) (Cuadro 6).

De igual forma, en este período las empresas productoras de bienes transables disminuyeron su rentabilidad de 6,8% a 6,1%; sin embargo, se encontró que su decrecimiento estuvo explicado por una disminución en su utilidad y, en particular, por un incremento más que proporcional de sus costos de ventas (6%). Dentro de este grupo de firmas aquellas que pertenecen al sector minero exhibieron el mayor nivel de rentabilidad (13,3%), y las de pesca el menor (-4,4%) (Cuadro 6).

Contrastando este comportamiento con el observado para las razones de endeudamiento (gráfico 60), se encuentra que las compañías productoras de bienes transables son las más rentables y las más endeudadas.

La razón de endeudamiento total —definida como la proporción entre pasivos y activos totales— mide el grado de apalancamiento de una empresa, por lo que entre mayor sea este indicador más grandes serán los fondos que la firma tendrá que destinar al pago del servicio de la deuda. A diciembre de 2010 este indicador se ubicó en 36,8%, cifra que es ligeramente superior a la observada un año atrás. Al analizar por sector económico, se encuentra que este indicador aumentó para las empresas de bienes transables y cayó para las no transables, ubicándose en 38,5% y 35,6%, en su orden (Gráfico 60).

En cuanto a la razón de endeudamiento financiero, es decir, aquella que corresponde al que solo se tiene con establecimientos de crédito, registró un aumento del indicador, pasando de 11,9% en 2009 a 12,7% un año después (Gráfico 61 y Cuadro 6). Lo anterior es consistente con la recuperación que experimentó la cartera comercial durante 2010, y con la mayor demanda por crédito que percibieron los bancos desde el segundo semestre de este año.

Por sector económico se observa que el de pesca tiene el mayor grado de apalancamiento con instituciones financieras (28,7%), seguido por transporte y comunicaciones (24,8%) (Cuadro 6). Cabe resaltar que estos sectores exhiben rentabilidades inferiores a la del total de la muestra, siendo su ROA de -4,4% y 2,9%, en su orden.

Como se puede observar en el Gráfico 62, el endeudamiento financiero continúa denominado en su gran mayoría en pesos (84%). La composición por plazo muestra que ha aumentado la participación de las obligaciones financieras de largo plazo (obligaciones mayores a un año): aumentando de 41% a 48% en 2008-2009, y llegando a 50% en diciembre de 2010.

Cuadro 5
Balance general del sector real privado (muestra total 17.720 empresas)

	Billones de pesos de diciembre de 2010			Tasa de crecimiento (porcentaje)		Participación (porcentaje)	
	2008	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Activo							
Activo corriente	175,4	162,0	170,9	(7,6)	5,5	33	31
Disponible	12,3	13,0	15,6	5,8	20,3	3	3
Inversiones	17,3	14,1	16,2	(18,5)	14,7	3	3
Deudores	91,2	86,3	89,0	(5,3)	3,1	17	16
Inventarios	51,9	46,2	47,8	(11,0)	3,6	9	9
Diferidos	2,7	2,4	2,2	(9,8)	(10,2)	0	0
Activo no corriente	289,1	335,7	377,8	16,1	12,6	67	69
Inversiones	80,9	101,3	116,8	25,2	15,2	20	21
Deudores	9,6	10,9	9,9	14,2	(8,9)	2	2
Propiedad, planta y equipo	82,1	86,6	89,6	5,6	3,5	17	16
Intangibles	16,6	19,1	19,9	15,4	4,2	4	4
Diferidos	13,8	15,4	16,7	11,1	9,0	3	3
Otros activos	0,9	0,7	0,8	(19,8)	9,5	0	0
Valorizaciones	85,3	101,6	124,0	19,1	22,1	20	23
Activo total	464,5	497,7	548,7	7,1	10,2	100	100
Pasivo							
Pasivo corriente	129,6	113,9	127,6	(12,1)	11,9	66	66
Obligaciones financieras	39,4	30,0	32,5	(23,8)	8,1	17	17
Proveedores	34,2	31,9	35,0	(6,6)	9,6	19	18
Cuentas por pagar	26,1	23,9	28,1	(8,4)	17,7	14	15
Bonos y papeles comerciales	0,8	1,0	0,9	26,8	(8,9)	1	0
Otros	29,2	27,2	31,1	(6,8)	14,6	16	16
Pasivo no corriente	52,6	58,5	66,2	11,2	13,1	34	34
Obligaciones financieras	26,9	27,0	34,6	0,4	28,1	16	18
Proveedores	1,1	1,3	1,3	17,0	1,4	1	1
Cuentas por pagar	7,8	11,1	10,6	42,2	(4,1)	6	5
Bonos y papeles comerciales	5,7	7,2	7,1	25,7	(1,0)	4	4
Otros	11,1	11,9	12,5	7,6	5,0	7	6
Pasivo total	182,2	172,5	193,8	(5,3)	12,3	100	100
Patrimonio							
Capital social	12,5	15,1	20,2	20,5	34,3	5	6
Superávit de capital	58,4	71,8	82,6	22,8	15,1	22	23
Reservas	35,4	42,3	46,2	19,5	9,4	13	13
Revalorización del patrimonio	54,2	51,9	47,5	(4,2)	(8,6)	16	13
Dividendos	0,0	0,1	0,0	226,1	(64,5)	0	0
Resultado del ejercicio	23,7	23,2	23,5	(2,3)	1,6	7	7
Resultado de ejercicios anteriores	12,0	18,7	9,9	56,6	(47,1)	6	3
Superávit por valorizaciones	86,0	102,2	124,8	18,8	22,2	31	35
Patrimonio total	282,3	325,2	354,9	15,2	9,1	100	100

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

Cuadro 6
Indicadores financieros del sector corporativo ^{a/}
(porcentaje)

Sector económico	ROA	Endeudamiento financiero	Liquidez
Agricultura	↓ 1,6	↑ 16,0	↓ 116,5
Pesca	↑ (4,4)	↑ 28,7	↓ 91,2
Minería	↓ 13,3	↑ 5,6	↓ 104,4
Industria	↓ 4,7	↑ 14,7	↓ 136,9
Construcción	↓ 4,7	↑ 17,9	↓ 159,2
Comercio	↑ 6,8	↑ 19,5	↓ 136,6
Transporte y comunicaciones	↓ 2,9	↑ 24,8	↓ 78,3
Otros servicios	↓ 4,8	↑ 5,8	↑ 145,3
Muestra total	5,5	12,7	131,9

a/ Las flechas corresponden a la dirección de la variación que tuvieron los indicadores respecto a un año atrás.
Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 60
Endeudamiento total (pasivos totales/activos totales)



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

Gráfico 61
Endeudamiento financiero (obligaciones financieras/activos totales)



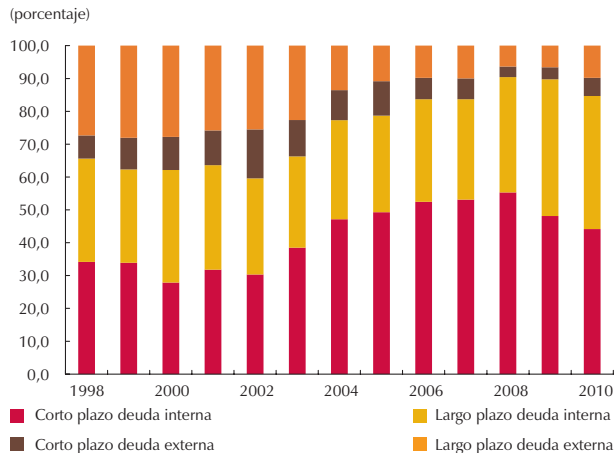
Fuentes: Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

Al realizar este mismo análisis por sector económico en 2010, se encuentra que la gran mayoría reparte su deuda financiera por igual entre el corto y el largo plazos, a excepción de agricultura y de transporte y comunicaciones, para quienes la deuda de corto plazo representó solo el 38% y el 20%, respectivamente. Por tipo de moneda, se observa que transporte y comunicaciones es el sector con mayor porcentaje de deuda financiera externa, representando el 36% del total de sus obligaciones. Para los demás sectores la deuda en pesos constituye más del 80% del total (Gráfico 63).

Por último, el indicador de liquidez —medido como la relación entre el activo y el pasivo corrientes— continúa en niveles altos; de hecho, para diciembre de 2010 se ubicó en 132% (es decir, el activo corriente fue 1,32 veces el pasivo corriente), lo cual muestra que las empresas son capaces de cubrir las obligaciones de corto plazo con sus activos más líquidos (Gráfico 64 y Cuadro 6). Cabe resaltar que en 2010 este indicador cayó 8 pp, debido al aumento más que proporcional de los pasivos corrientes (12%) con respecto a los activos corrientes (5,5%). En particular se destaca el aumento de las cuentas por pagar (17,7% real anual) y las deudas con proveedores (9,6%) (Cuadro 5).

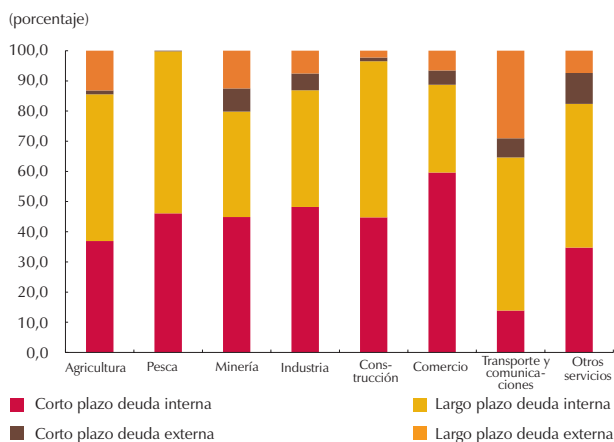
En conclusión, los indicadores de desempeño y apalancamiento muestran que las empresas continúan manteniendo niveles favorables de rentabilidad, así

Gráfico 62
Endeudamiento por moneda y plazo



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

Gráfico 63
Endeudamiento por moneda y plazo: sectores en diciembre de 2010



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

Gráfico 64
Liquidez corriente (activos corrientes/pasivos corrientes)



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

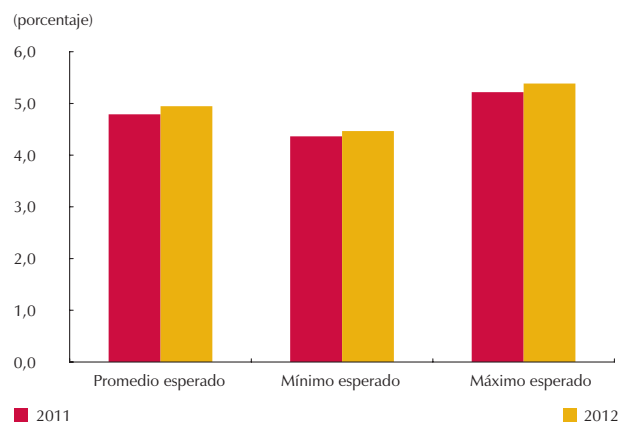
como endeudamiento moderado. Vale la pena aclarar que, aunque el sector de pesca exhibió una rentabilidad negativa y un apalancamiento superior al de la muestra, este sector tan solo participa en un 0,1% de la cartera comercial identificada, que equivale a \$80 mm.

3. Expectativas empresariales

Según la encuesta de expectativas empresariales del Banco de la República, aplicada en junio de este año, los consultados esperan que el crecimiento de la economía para 2011 se ubique en el rango de 4,4% y 5,2%, resultado que es superior a lo manifestado en la encuesta de marzo de este año (3,9% y 4,7%) (Gráfico 65). Con respecto a 2012, los empresarios prevén que la economía crecerá entre 4,5% y 5,4%.

De acuerdo con la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo, aplicada en junio de 2011, las respuestas sobre las expectativas de la situación económica en seis meses muestran un balance optimista, con un ligero aumento en el número de encuestados que esperan que la situación va a ser favorable, pasando así el balance³⁵ de 33,7% a 34,2% entre mayo y junio. Esta tendencia creciente del índice se ha observado desde finales de 2010 (Gráfico 66).

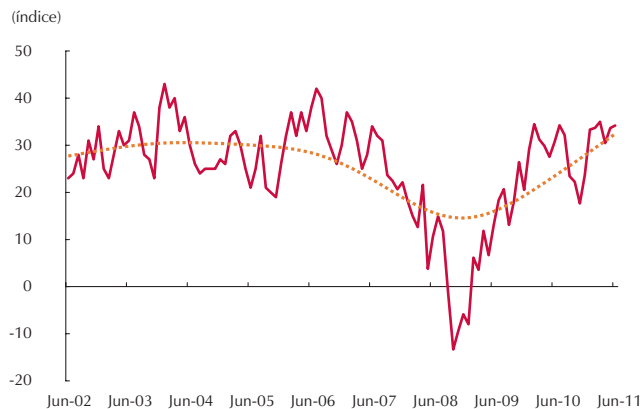
Gráfico 65
Crecimiento esperado del PIB



Fuente: Banco de la República.

35 Diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron que la situación va a ser favorable y el porcentaje de aquellos que consideró que va a empeorar.

Gráfico 66
Expectativas de la situación económica de la empresa



Fuente: Fedesarrollo.

Por su parte, según la EOIC de la ANDI, de junio de 2011, la capacidad instalada fue de 77,2%, continuando con la tendencia positiva presentada en lo corrido del año. Dentro de los principales obstáculos a los que se enfrentan las empresas se encuentra la evolución del tipo de cambio (18% de los encuestados), el incremento en los costos de las materias primas (16%) y la baja demanda (11%).

Finalmente, según la encuesta de expectativas económicas del Banco de la República, el 82% de los consultados manifiesta que la liquidez se encuentra en niveles altos. Esta percepción se ha incrementado y permanecido en niveles superiores al 70% desde el último trimestre de 2010. Con respecto a la disponibilidad de crédito, el 89% de los encuestados percibe facilidad de acceso al financiamiento; sin embargo, las expectativas sobre liquidez y disponibilidad de crédito para los próximos seis meses muestran que una mayor proporción de agentes espera que la liquidez y el crédito disminuyan.

Finalmente, según la encuesta de expectativas económicas del Banco de la República, el 82% de los consultados manifiesta que la liquidez se encuentra en niveles altos. Esta percepción se ha incrementado y permanecido en niveles superiores al 70% desde el último trimestre de 2010. Con respecto a la disponibilidad de crédito, el 89% de los encuestados percibe facilidad de acceso al financiamiento; sin embargo, las expectativas sobre liquidez y disponibilidad de crédito para los próximos seis meses muestran que una mayor proporción de agentes espera que la liquidez y el crédito disminuyan.

B. HOGARES

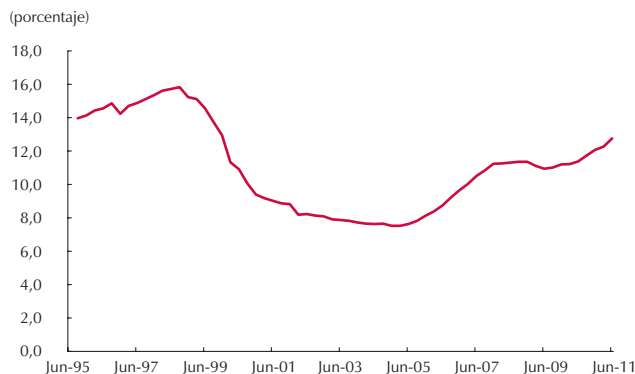
En esta sección se analiza el comportamiento conjunto de los créditos de consumo y vivienda, y cómo se relacionan con el cambio en los precios de la vivienda y la carga financiera de los hogares. Adicionalmente, se examinan diferentes índices de expectativas, confianza y condiciones económicas de estos agentes, con el objetivo de comprender su situación financiera actual y sus perspectivas futuras.

1. Endeudamiento de los hogares

El nivel de endeudamiento de los hogares —definido como el total de créditos de vivienda y de consumo sobre PIB— continúa exhibiendo una tendencia positiva, ubicándose cerca del 12,8% a junio de 2011. Este incremento está impulsado en especial por la mayor dinámica de los créditos de consumo en lo corrido de este año (Gráfico 67). A pesar de que el endeudamiento continúa creciendo, este nivel sigue siendo menor al observado en el tercer trimestre de 1998 (15,8%); sin embargo, en contraste con lo sucedido durante los años noventa, esta dinámica está ligada principalmente al comportamiento de los créditos de consumo.

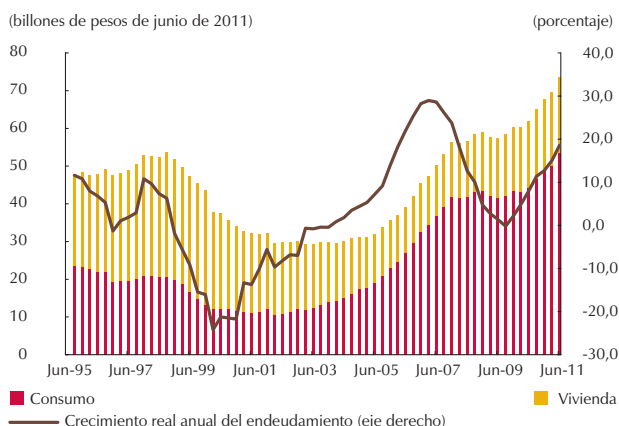
Afin con lo expuesto, la cartera de consumo continúa ganando participación frente a la de vivienda, después de la tendencia decreciente que venía presentando desde finales de 2008. Esta modalidad de crédito representó el 72,8% del total del endeudamiento de los hogares en junio de 2011. Para este período el nivel de endeudamiento ascendió a \$73,5 b, cifra superior al máximo registrado durante los años noventa, y que se observó en septiembre de 1998 (\$53,7b a precios

Gráfico 67
Cartera de consumo y vivienda sobre PIB



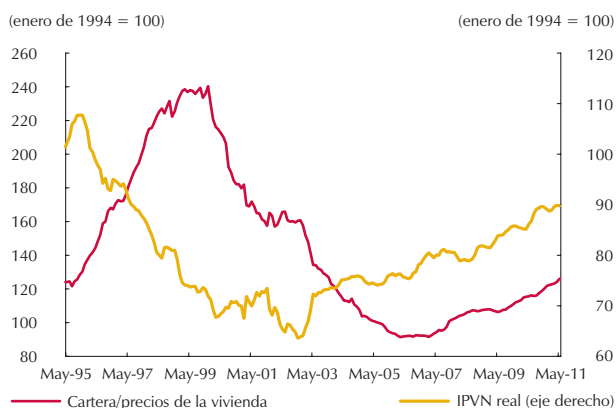
Fuentes: DANE y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 68
Composición y crecimiento real anual del endeudamiento de los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

Gráfico 69
Razón entre el índice de crecimiento de la deuda de vivienda y el IPVN, y razón entre el IPVN y el IPC



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

constantes de junio de 2011). El comportamiento de la cartera de consumo acentuó el crecimiento de la conjunta (vivienda y consumo), la cual alcanzó una tasa real anual de 18,6% en junio de 2011 frente a 12,7% reportado seis meses antes. La actual estructura de deuda de los hogares expone al sistema financiero a un mayor riesgo en términos de pérdida, dado el incumplimiento por las menores garantías que exigen los créditos de consumo en comparación con los de vivienda (Gráfico 68).

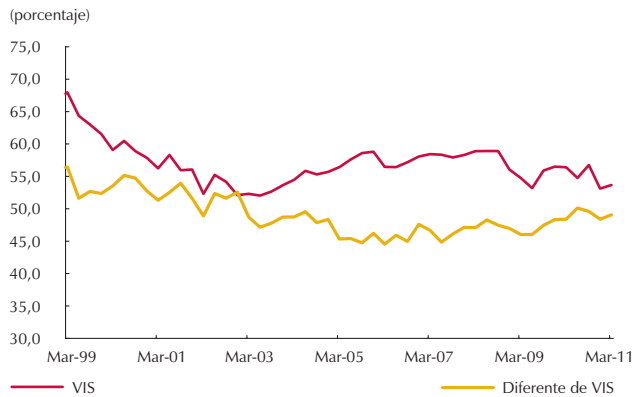
En el caso de la cartera de vivienda, los desembolsos denominados en pesos siguen teniendo una mayor participación (95,2%) frente a los colocados en UVR. Este fenómeno se viene presentando desde mediados de 2006 e implica una mayor exposición de los establecimientos de crédito al riesgo de tasa de interés, dado que las tasas de captación pueden variar, mientras que las de colocación permanecen fijas.

De otra parte, la razón entre el índice de la deuda hipotecaria y el de precios de la vivienda nueva (IPVN) continúa presentando una tendencia creciente, alcanzando un nivel de 126 p. Este nivel es inferior a los registrados en el preámbulo de la crisis de finales de los años noventa. Comparando aquella coyuntura con los indicadores actuales, las variables que componen el índice presentan menores crecimientos a los alcanzados durante la última década del siglo pasado. De hecho, entre enero de 1995 y septiembre de 1998 los créditos de vivienda y el IPVN registraron, en promedio, un aumento nominal anual de 38% y el 13%, respectivamente; en contraste, durante los tres años más recientes los niveles de estos dos rubros han sido, en su orden, de 14,5% y de 7,8% (Gráfico 69).

Por otro lado, la razón del IPVN y el IPC ha mantenido una tendencia positiva, comportamiento que se viene presentando desde principios de 2003. Actualmente la tasa de crecimiento del IPVN es aproximadamente el doble de la del IPC.

Asimismo, desde junio de 2007 se observa una disminución en la brecha del *loan to value* (LTV) —razón entre el valor de los desembolsos y el valor de las garantías— para las dos modalidades de créditos de vivienda (vivienda de interés social [VIS] y no VIS). En marzo

Gráfico 70
Loan to value

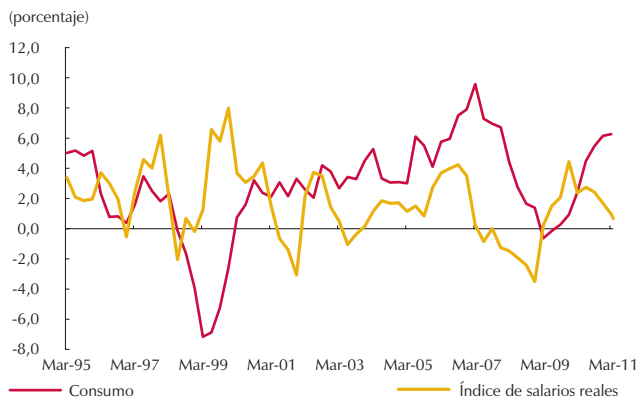


Fuente: Asobancaria; cálculos del Banco de la República.

de 2011 el indicador para VIS se ubicó en 53,7%, lo que representa una reducción de 2,7 pp frente a lo observado un año atrás. Por su parte el LTV para la vivienda diferente de VIS pasó de 48,4% en marzo de 2010 a 49,1% en el mismo mes de 2011 (Gráfico 70).

Por su parte, el consumo de los hogares continuó aumentando, al alcanzar una tasa de crecimiento real anual de 6,3% en el primer trimestre de 2011. El dinamismo del consumo es consistente con la evolución de la cartera de esta modalidad de crédito. En contraste, se observa una desaceleración en la dinámica del índice de salarios reales, asociada con el comportamiento que ha exhibido la inflación (Gráfico 71).

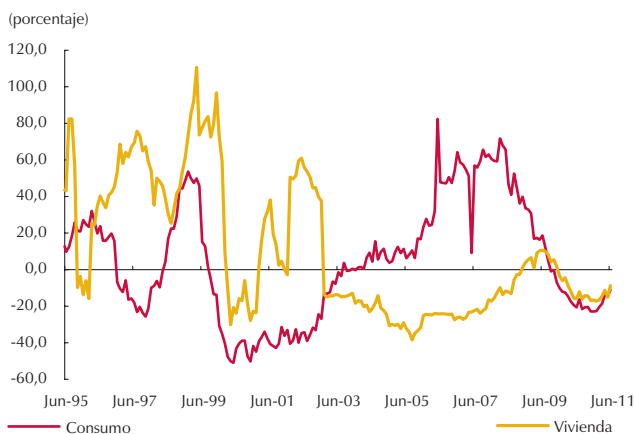
Gráfico 71
Crecimiento real anual del consumo de los hogares y de los salarios reales



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la morosidad, se observa que la dinámica de la cartera vencida presenta un comportamiento favorable tanto para la modalidad de consumo como para la de vivienda: ambas carteras muestran tasas de crecimiento negativas desde finales de 2009. La cartera vencida de créditos de consumo exhibe una disminución de 11,1% real anual en junio de 2011, mientras que la de vivienda registra una tasa de -8,7% en la misma fecha. Sin embargo, se aprecia un cambio de tendencia en las variaciones negativas de la cartera vencida para las dos modalidades de crédito desde febrero de 2011 (Gráfico 72).

Gráfico 72
Crecimiento real anual de la cartera en mora



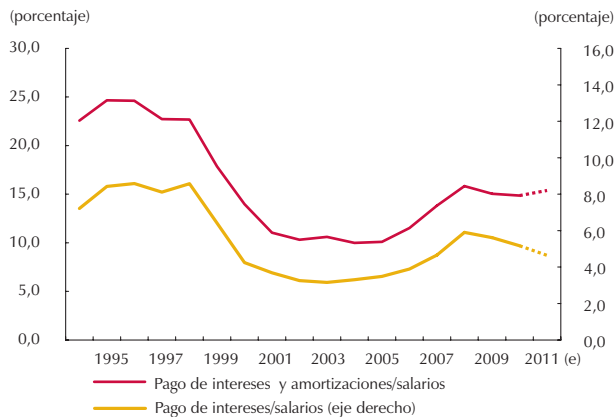
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2. Carga financiera de los hogares

Durante el primer semestre de 2011 el indicador de carga financiera de los hogares (CFI)³⁶ presentó un ligero incremento con respecto a lo observado en 2010. El CFI se ubicó en 15,4% a junio de 2011, lo que significa un aumento de 53 pb frente a lo registrado seis meses antes (14,9%) (Gráfico 73). Este comportamiento está explicado por el incremento en las

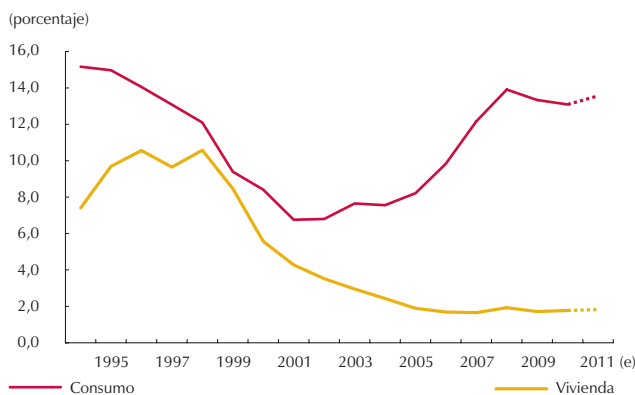
36 Este indicador se modificó ligeramente de aquel que se había estimado hasta junio de 2009. Este se define como el pago por intereses (con corrección monetaria) y amortizaciones de capital relacionados con la cartera de consumo y de vivienda, y divididos por la remuneración recibida por los asalariados. Desde el *Reporte* anterior se utiliza el aumento de la remuneración a los asalariados del DANE de la serie base 2005, estimándola para antes de esa fecha (1994-1999) con base en los crecimientos de este período asociados con la nueva base. La remuneración para 2010 y 2011 se proyectó utilizando los incrementos del índice de salario nominal de la industria manufacturera.

Gráfico 73
Carga financiera de los hogares



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

Gráfico 74
Carga financiera de los hogares (incluidas las amortizaciones)



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

amortizaciones, resultado del mayor crecimiento de la cartera durante lo corrido de 2011. Por su parte, el indicador de carga financiera que excluye las amortizaciones presentó una caída, al pasar de 5,2% en diciembre de 2010 a 4,6% seis meses después, debido a una disminución en los pagos por intereses.

Al separar los componentes de la carga financiera por modalidades, se observa que el incremento de esta para los hogares es explicada, principalmente, por el aumento en el servicio a la deuda de la modalidad de consumo, la cual pasó de representar 13,1% de los ingresos en diciembre de 2010 a 13,6% en junio del año en curso (Gráfico 74). Por su parte, el indicador para la cartera de vivienda no presentó ningún cambio durante el período señalado y al ubicarse en 1,8% en junio de 2011.

Otro tipo de indicador de carga financiera de los hogares se construye de la siguiente manera:

$$\text{Carga financiera} = \frac{\text{componente real de los intereses pagados}}{\text{salarios}}$$

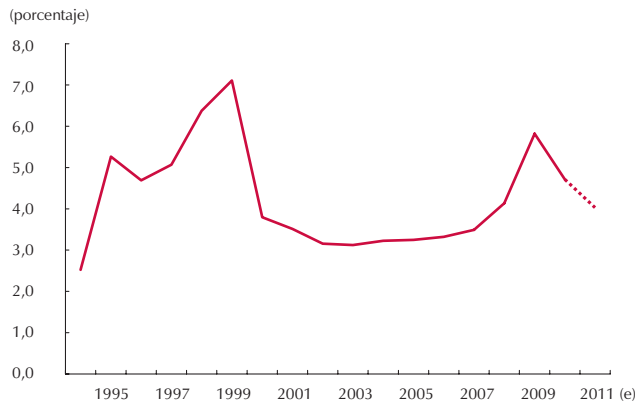
El numerador refleja el gasto por intereses, pero solo en lo concerniente al componente real de los mismos. No incluye el componente inflacionario, ya que este no es un gasto sino un abono a capital, pues compensa la pérdida de valor de los saldos nominales de la deuda a lo largo del tiempo. Tal abono mantiene la deuda en términos reales, dejando la riqueza de los hogares inalterada. Por esta misma razón no se incluyen las

amortizaciones. Así, este indicador mide aquella porción del gasto financiero de los hogares que disminuye su riqueza.

Durante los primeros seis meses de 2011 este indicador continuó presentando la tendencia decreciente que se viene registrando desde 2009; de hecho, al finalizar el primer semestre 2011 se ubicó en 4,0%, lo que representa una disminución de 68 pb en relación con lo observado al finalizar 2010 (4,7%) (Gráfico 75). Este comportamiento es explicado en especial por una disminución en los pagos por intereses y una mayor inflación con respecto a la registrada en diciembre de 2010.

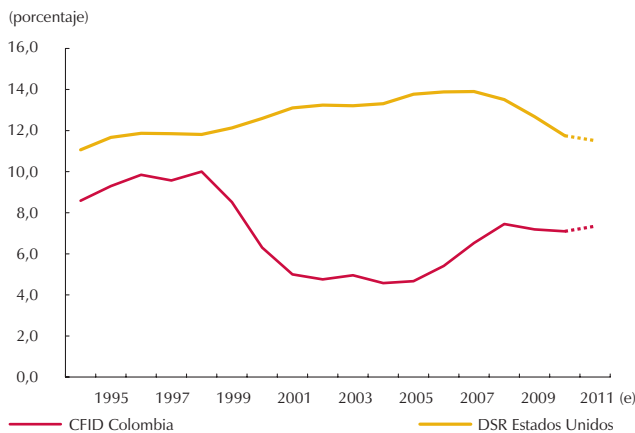
El incremento en el CFI está en línea con la percepción de los establecimientos de crédito sobre la situación financiera de los hogares. De acuerdo con los resultados del *Reporte de la Situación del Crédito en Colombia* (RSCC), de junio de 2011, la principal razón por la que los bancos no estaban otorgando un mayor volumen

Gráfico 75
Carga financiera de los hogares: componente real de los intereses/salarios



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

Gráfico 76
Carga financiera para Colombia y los Estados Unidos



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

de crédito a los hogares es la capacidad de pago de los clientes existentes.

En el Gráfico 76 se presentan los indicadores de carga financiera para Colombia (CFID) y los Estados Unidos (DSR), calculados como la razón entre los abonos a capital más el pago de intereses, de las carteras de consumo y vivienda, sobre el ingreso disponible. En el caso del CFID, se observa que se ha presentado un ligero incremento en el indicador, ubicándose en 7,3% al finalizar el primer semestre de 2011; sin embargo, su nivel sigue siendo inferior al registrado durante la crisis de finales de los años noventa (10%). Por su parte, el DSR continúa disminuyendo, alcanzado un nivel de 11,5% en junio de 2011, cifra que es considerablemente menor a la registrada antes de la crisis internacional de 2008-2009 (13,9%).

3. Perspectivas

Durante el primer semestre de 2011 se evidenció un comportamiento favorable de los indicadores de expectativas de los hogares. El índice de expectativas de los consumidores (IEC³⁷) conservó su tendencia positiva y se ubicó en 30,1 p en julio de 2011, cifra que es 7 p superior a la registrada al finalizar 2010 (Gráfico 77). Un comportamiento similar mostró el indicador de condiciones económicas (ICE³⁸) que alcanzó un nivel de 23,6 p en julio de este año, lo que representa una mejora considerable con respecto a lo observado en diciembre de 2010 (7,1 p). De mantenerse la evolución de estos indicadores, se puede esperar que tanto el consumo de los hogares como su cartera continúen creciendo durante los próximos meses.

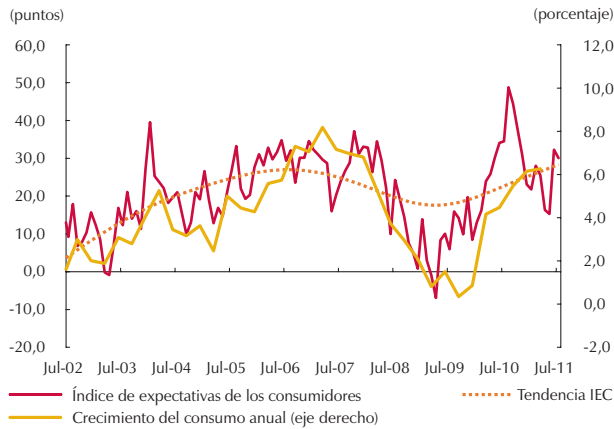
Asimismo, la evolución de los indicadores de intención de compra de vivienda y de bienes durables, y sus tendencias, evidencian las mejores expectativas que tienen los hogares con respecto al estado de su economía (Gráfico 78). El índice

37 Se construye a partir de las siguientes preguntas: ¿Piensa usted que dentro de un año a su hogar le estará yendo económicamente mejor, peor o lo mismo que ahora? ¿Piensa usted que durante los próximos doce meses vamos a tener buenos o malos tiempos económicamente? ¿Cree usted que las condiciones económicas del país estarán mejores o peores dentro de un año que hoy en día?

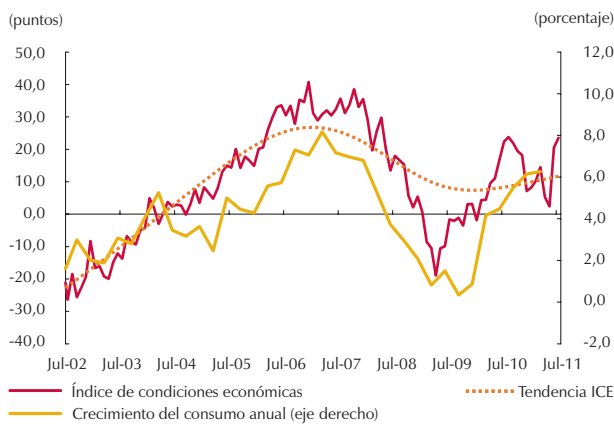
38 Se construye a partir de las siguientes preguntas: ¿Cree usted que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año? ¿Cree usted que este es un buen momento para comprar cosas grandes como muebles o electrodomésticos?

Gráfico 77

A. Crecimiento del consumo de los hogares e índice de expectativas de los consumidores

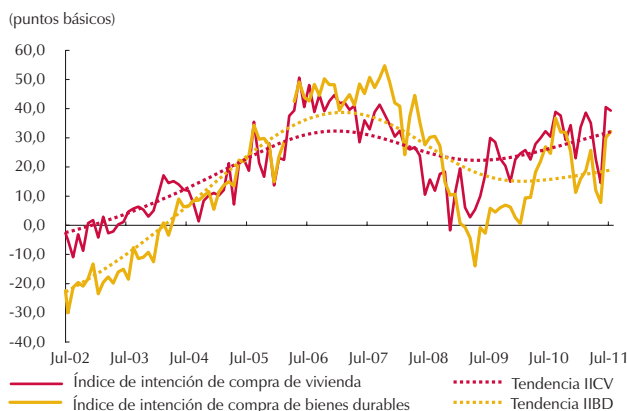


B. Crecimiento del consumo de los hogares e índice de condiciones económicas de los consumidores



Fuentes: Fedesarrollo y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 78
Índices de intención de compra de vivienda y bienes durables



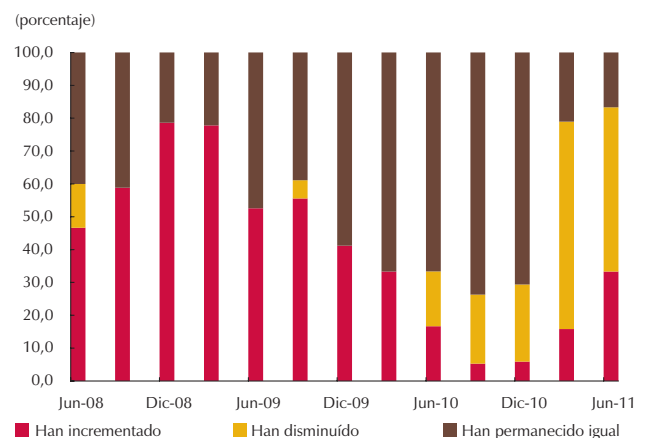
Fuentes: Fedesarrollo y DANE; cálculos del Banco de la República.

de intención de compra de vivienda pasó de 23,0 p en diciembre de 2010 a 39,3 p siete meses después. Por su parte, el índice de intención de compra de bienes durables alcanzó un nivel de 32,2 p, resultado que es considerablemente mejor al observado al finalizar 2010 (11,2 p).

Finalmente, de acuerdo con el RSCC de junio de 2011, se observa que la mayor parte de los bancos mantuvieron sus exigencias para otorgar nuevos créditos; sin embargo, algunas entidades han empezado a aumentar sus requisitos con el fin de realizar una selección más rigurosa de sus clientes durante el ciclo de expansión del crédito. A pesar de esto, los bancos señalan que ante un escenario de exceso de recursos estarían dispuestos a otorgar un mayor volumen de créditos de consumo (Gráfico 79).

En conclusión, se observó un aumento en el endeudamiento de los hogares, especialmente en la modalidad de consumo, lo que estuvo acompañado por tasas de crecimiento negativas de la cartera vencida. Asimismo, se ha comenzado a registrar incrementos en la carga financiera de los hogares como resultado de la expansión de la cartera de consumo. Por su parte, los indicadores de expectativas presentan un balance positivo, por lo que se podría esperar que se mantenga el dinamismo de este sector durante los próximos meses.

Gráfico 79
Cambios de las exigencias en la asignación de nuevos créditos en la cartera de consumo



Fuentes: Fedesarrollo y DANE; cálculos del Banco de la República.

C. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)

1. Balance fiscal

Para la elaboración de esta sección se utilizó información del *Plan Financiero*³⁹ y del *Marco Fiscal de Mediano Plazo*⁴⁰ elaborados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En los informes se consolidan las cifras de 2010 y se presentan las proyecciones para 2011 y 2012. Los cálculos tienen en cuenta los costos de la emergencia invernal y además consideran los efectos del nuevo marco fiscal basado en los actos legislativos de sostenibilidad fiscal, en el de regalías y en la adopción de la regla fiscal.

Según datos de cierre, el déficit del SPNF en 2010 ascendió a 3,1% del PIB (\$16,9 b), exhibiendo así un deterioro de 0,7 pp con respecto al déficit registrado en 2009 (2,4%). Al respecto, cabe destacar que a diferencia de lo observado en 2009, el balance del SPNF de 2010 incluye los costos extraordinarios de la emergencia invernal, los cuales son cercanos a \$1 b. A pesar de esta coyuntura, el resultado del cierre fiscal del SPNF en 2010 fue mucho mejor al esperado; esto como consecuencia del manejo cuidadoso del presupuesto debido a los menores ingresos que inicialmente se esperaban, pero que finalmente resultaron superiores.

Para 2011 se espera un déficit del SPNF de 3,5%, el cual será superior al de 2010, en principio como consecuencia del mayor gasto destinado a cubrir las pérdidas generadas por el invierno, que para el año en curso ascenderán al 0,4% del PIB⁴¹. El balance del Gobierno nacional central (GNC) es el que refleja este mayor gasto, razón por la cual su déficit se verá deteriorado en 0,4% del PIB. De esta manera, el déficit del GNC sin emergencia invernal alcanzaría un nivel de 3,6% del PIB, mientras que con emergencia ascendería a 4,0% (Cuadro 7).

Las proyecciones de 2011 muestran una recuperación importante de los ingresos del GNC dado al mayor recaudo tributario⁴² y, en menor medida, los mayores ingresos de capital y de los fondos especiales; no obstante, el balance fiscal se verá afectado debido al incremento en los gastos por el mayor pago de intereses y el

39 Consejo Superior de Política Fiscal (Confis), Actualización *Plan Financiero*, 2011, marzo. Esta revisión de tal documento incluye las proyecciones de gasto destinado para apoyar a los damnificados de la ola invernal.

40 El *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, 2011, elaborado en junio, presenta el balance de 2010 y las perspectivas de 2011; además incluye el *Plan Financiero* para 2012.

41 El balance del SPNF habría sido mucho mejor si no se hubiera tenido que incurrir en gastos adicionales a causa del invierno. Sin el costo de la emergencia el déficit del SPNF sería de 3,1% y el del GNC de 3,6% para 2011. Adicionalmente, el balance fiscal para 2010 del GNC presentado en esta edición se redujo 0,2% del PIB, cantidad que fue destinada a cubrir parte del costo de la ola invernal durante el mismo año.

42 El mayor ingreso tributario no solo obedece al mayor dinamismo de la economía sino también a las medidas tributarias tomadas en 2009 y 2010 (Ley 1370 de 2009 [ajuste tributario], Ley 1393 de 2009 y Ley 1430 de 2010 [normas tributarias de control y competitividad]).

Cuadro 7
Balance fiscal del sector público no financiero

	Billones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2010	2011 ^{a/}	2010	2011 ^{a/}
Balance incluyendo emergencia				
1. Sector público no financiero	(16,9)	(20,9)	(3,1)	(3,5)
1.1 Gobierno nacional central	(21,0)	(24,0)	(3,8)	(4,0)
1.2 Sector descentralizado	4,1	3,1	0,7	0,5
Balance sin incluir emergencia				
1. Sector público no financiero	(16,0)	(18,5)	(2,9)	(3,1)
1.1 Gobierno nacional central	(20,2)	(21,8)	(3,7)	(3,6)
1.2 Sector descentralizado	4,2	3,3	0,8	0,5

a/ Estos datos corresponden al Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2011, última actualización a junio de 2011.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Confis).

mayor nivel de inversión⁴³ que el gobierno ejercerá para impulsar cinco sectores estratégicos (denominados las *locomotoras*). Adicionalmente, el sector descentralizado reducirá su superávit en 0,2% del PIB, aportando así al mayor déficit del SPNF proyectado para 2011.

Como se mencionó en la edición anterior del *Reporte de Estabilidad Financiera*, las fuentes de financiamiento del costo de la emergencia invernal serán la sobretasa al impuesto al patrimonio, la ampliación de la base de dicho impuesto y una porción del gravamen a las transacciones financieras. Para obras de más largo plazo, con el fin de evitar graves consecuencias del invierno como las presentadas durante el año pasado, se vendería una parte de las acciones de Ecopetrol en poder del Estado⁴⁴.

2. Dinámica de la deuda y capacidad de pago

A junio de 2011 se continuó observando un menor ritmo de crecimiento de la deuda pública relativo a los dos años inmediatamente anteriores (3,6% a junio de 2011 vs. 7,8% y 16,6% en junio de 2010 y de 2009, respectivamente); de hecho, en lo corrido del año se observó un menor saldo de deuda. Este comportamiento estuvo acorde con la política contracíclica adoptada por el gobierno, y el interés por parte del Estado de reducir la deuda pública a niveles que conlleven a la sostenibilidad fiscal.

43 Recursos adicionales por cerca de \$2 b (0,3% del PIB), incorporados en 2010 para impulsar los cinco sectores estratégicos denominados “locomotoras” (infraestructura, vivienda, agricultura, minería e innovación tecnológica).

44 El Gobierno ha autorizado la venta de la participación en Ecopetrol hasta por un 10% del valor accionario (según lo estimado, esto equivale a \$16 b). El Gobierno ha manifestado que la venta se llevara a cabo de forma gradual, es decir, solo en la medida en que se presenten proyectos de inversión estructurados (actualización del *Plan Financiero*, 2011, Ministerio de Hacienda y Crédito Público).

Tal como se ilustra en el Cuadro 8, el saldo de la deuda se redujo en lo corrido del año, alcanzando un nivel de \$195,5 b a junio. La deuda interna presentó una dinámica superior a la externa, la cual ha exhibido un comportamiento volátil, lo que se ha traducido finalmente en una recomposición de deuda externa hacia interna, donde esta última pasó de 69,6% en junio de 2010 a 72% un año después. De este modo, el GNC comienza a reducir el saldo de su deuda bruta y en cierto grado empieza a ajustar su gasto público a medida que la economía retorna a su fase de crecimiento.

Cuadro 8
Deuda bruta del GNC

	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Interna	Externa	Total
	(billones de pesos)			(participación)		(crecimiento anual nominal)		
Dic-05	88,1	47,6	135,7	64,9	35,1	28,3	(10,7)	11,2
Dic-06	94,4	52,6	147,0	64,2	35,8	7,2	10,5	8,3
Dic-07	99,1	47,7	146,7	67,5	32,5	4,9	(9,4)	(0,2)
Dic-08	108,7	54,6	163,3	66,6	33,4	9,7	14,6	11,3
Mar-09	116,0	64,9	180,9	64,1	35,9	10,2	47,2	21,1
Jun-09	118,4	56,6	175,0	67,7	32,3	11,5	29,1	16,6
Sep-09	118,3	51,9	170,1	69,5	30,5	11,0	1,4	7,9
Dic-09	125,6	59,7	185,3	67,8	32,2	15,6	9,3	13,5
Mar-10	129,2	55,5	184,7	69,9	30,1	11,4	(14,4)	2,2
Jun-10	131,3	57,4	188,7	69,6	30,4	10,9	1,4	7,8
Sep-10	134,3	55,2	189,5	70,9	29,1	13,5	6,5	11,4
Dic-10	143,5	59,3	202,8	70,8	29,2	14,2	(0,6)	9,4
Mar-11	141,9	58,4	200,3	70,9	29,1	9,8	5,1	8,4
Jun-11	140,7	54,8	195,5	72,0	28,0	7,1	(4,5)	3,6

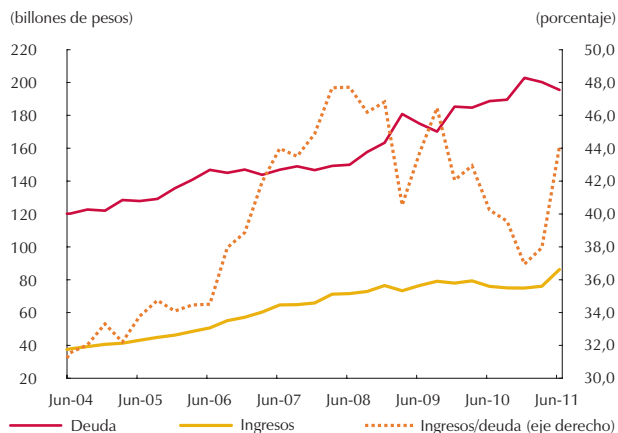
Fuentes: Banco de la República y Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

De esta manera, la capacidad de pago del GNC (Gráfico 80) presentó una notable mejora en el primer semestre del año, si se tiene en cuenta que la relación de ingresos a deuda pasó de 36,9% en diciembre de 2010 a 44,1% en junio de 2011. Este resultado obedece a la disminución en el saldo de la deuda pública y al aumento en los ingresos para el período mencionado. Cabe anotar que, además del esfuerzo de ajuste fiscal del SPNF, la estrategia de financiamiento que realizará el GNC en los próximos años contribuirá a aligerar las presiones alcistas sobre la deuda pública, toda vez que reemplaza parte de deuda pública por privatizaciones⁴⁵.

La duración de la deuda total del GNC (Gráfico 81) aumentó durante el primer semestre de 2011, más específicamente desde el mes de abril, y se ubicó en un nivel de 4,6 años. Esta duración representa el máximo histórico para el período

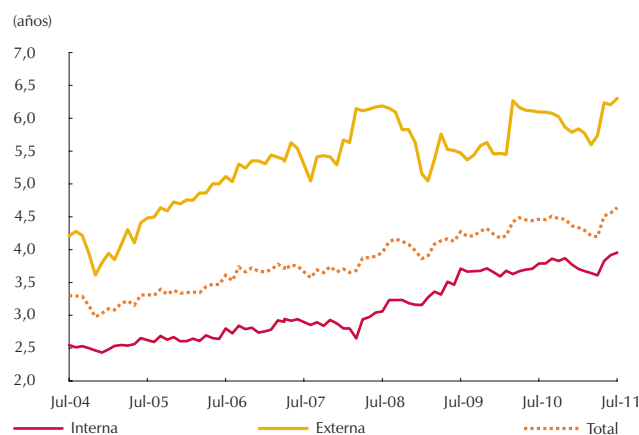
45 En 2012 el gobierno espera percibir recursos por cerca de 0,8% del PIB (\$5,1 b), debido a la reducción en la participación accionaria de la nación en la Empresa de Petróleos de Colombia (Ecopetrol).

Gráfico 80
Capacidad de pago del GNC



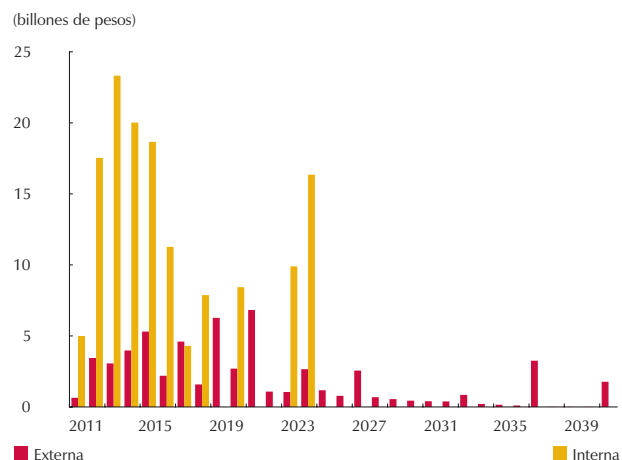
Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Banco de la República.

Gráfico 81
Duración deuda del GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 82
Perfil de vencimientos en pesos



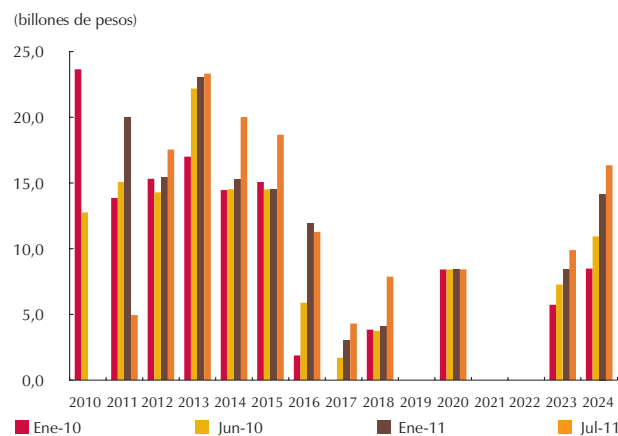
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

de análisis que inicia en 2004. Ello también se registra tanto en la deuda interna como en la externa las cuales alcanzaron un nivel de duración de 4,0 y 6,3 años, respectivamente. En general, la ampliación paulatina de la duración de la deuda total en los años recientes, si bien facilita su amortización al disminuir el riesgo de refinanciación, puede hacer más sensible la deuda del tenedor a los cambios en las tasas de interés.

A julio de 2011 el perfil de vencimientos de la deuda muestra que más de la mitad del saldo de la deuda pública del GNC (56,8%) se redimirá dentro de los siguientes cinco años (Gráfico 82). De este saldo de deuda a redimir, la externa representa solo el 16,3%, debido a que posee una menor participación en el total del endeudamiento y está distribuida a mucho más largo plazo que la deuda interna. En efecto, mientras la primera tiene un perfil de vencimiento que va hasta 2041, la deuda interna registra su último vencimiento en 2024.

El Gráfico 83 ilustra el cambio en los vencimientos de la deuda interna durante los próximos años. Se destaca que en lo corrido del año 2011 los vencimientos de la deuda interna se redujeron de \$19,9 b a \$4,9 b, dadas las amortizaciones realizadas hasta junio. Con respecto a los vencimientos futuros, se observan aumentos importantes para el año 2012, cuando pasarán de \$15,4 b a \$17,5 b; y para los años 2014 y 2015, lo harán el primer año de \$15,2 b a \$20 b, y el segundo de \$14,5 b a \$18,7 b. También llaman la atención los

Gráfico 83
Perfil de vencimientos de la deuda interna



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

incrementos en los vencimientos en 2018, 2023 y 2024. De esta manera, vale la pena destacar el hecho de que el Gobierno llevó a cabo algunas colocaciones de corto plazo durante el último año, pero la mayoría fueron para el mediano o largo plazos.

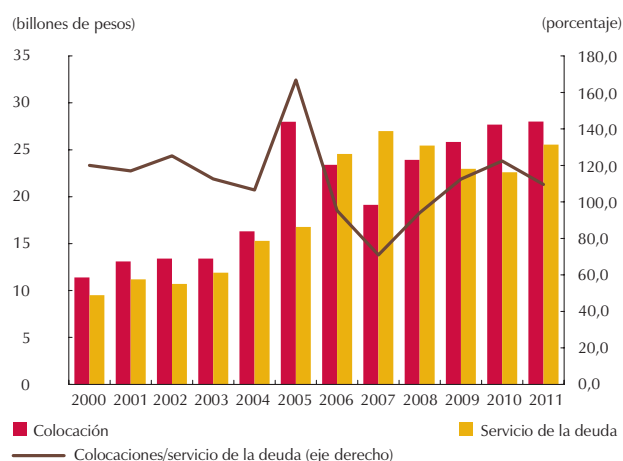
En la medida en que las proyecciones del déficit fiscal de 2011 se mantengan hasta final del año, el financiamiento del GNC ascenderá a \$42,7 b (7,3% del PIB). Estas necesidades obedecerían, en especial, a un déficit fiscal y costos de reestructuración financiera que suman \$24,3 b (4,0% del PIB), además de amortizaciones de deuda por \$16,2 b (2,7% del PIB). Las fuentes de financiamiento asignadas para cubrir las corresponden a los desembolsos de deuda (interna y externa) por \$35,1 b y otros rubros que corresponden a los \$7,6 b restantes.

Se estima que las colocaciones totales de TES ascenderán a finales de 2011 a \$28 b, monto que es superior al presentado en los dos años inmediatamente anteriores (\$27,7 b y \$25.8 b en 2010 y 2009, respectivamente). Por su parte, se espera

que el servicio de la deuda alcance \$25,6 b, monto que es \$2,9 b superior al presentado el año pasado, y con el cual la razón de colocaciones sobre servicio de la deuda (*roll-over*) se ubicaría en 110%⁴⁶. Esto indica que las nuevas emisiones y colocaciones de TES están financiando otras partidas de gasto diferentes al pago de intereses y amortizaciones (Gráfico 84).

El Gráfico 85 muestra la senda seguida por la tasa cupón desde 2004 hasta julio de 2011. Aun cuando la de los dos tipos de deuda presenta tendencias decrecientes, la de la deuda interna exhibe mayores fluctuaciones. Sin embargo, durante el primer semestre del año tanto la tasa cupón de la deuda interna como de la externa presentaron un comportamiento relativamente estable y se ubicaron en niveles de 8,8% y 5,4%, respectivamente.

Gráfico 84
Roll-over de la deuda interna (TES)



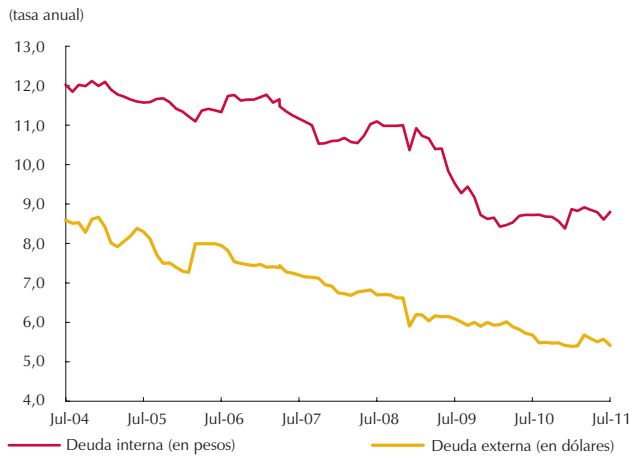
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3. Perspectivas

El comportamiento del déficit fiscal para 2011 se está viendo afectado negativamente por los mayores gastos asociados con los efectos de la ola invernal en el país; sin embargo, los mayores ingresos obtenidos en esta vigencia, generados a partir de los cambios en el recaudo tributario y la mayor actividad económica, han permitido que el déficit no se desborde. Al respecto, el déficit por financiar será más alto que el del año pasado, así como las amortizaciones de deuda, por lo que el Gobierno se verá en la necesidad de aumentar sus colocaciones de TES durante el presente año. Para el año 2012 se espera que el nivel de colocaciones retorne a niveles inferiores.

46 Este es levemente inferior al roll-over de la deuda para 2010, el cual fue igual a 122%.

Gráfico 85
Cupón promedio de la deuda del GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Las proyecciones fiscales de la vigencia 2012 incorporan los efectos de la adopción de la regla fiscal y del nuevo sistema general de regalías. En este contexto se espera una reducción significativa en el déficit del SPNF que, según cálculos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público⁴⁷, pasaría de 3,5% en 2011 a 2,3% en 2012. Este comportamiento obedecería al menor déficit calculado para el GNC⁴⁸, que pasaría de 4,0% en 2011 a 3,5% en 2012, y al mayor superávit proyectado para el sector descentralizado, que se incrementaría de 0,5% a 1,3% del PIB⁴⁹ (Cuadro 9).

Este comportamiento a la baja del déficit público, en particular el correspondiente al del GNC, respondería a una mayor dinámica esperada de los ingresos⁵⁰ frente a la de los gastos en 2012. Esto obedece a las expectativas de un mayor recaudo asociado con la reciente reforma tributaria, mayores ingresos provenientes

de la actividad petrolera y un mejor desempeño de la actividad económica; mientras que se espera que los gastos presenten un menor crecimiento dada la meta propuesta de déficit asociada con la regla fiscal.

Cuadro 9
Balance fiscal del sector público no financiero para 2012

	Billones de pesos	Porcentaje del PIB
	2012 ^{a/}	2012 ^{a/}
Balance incluyendo emergencia		
1. Sector público no financiero	(14,8)	(2,3)
1.1 Gobierno nacional central	(23,0)	(3,5)
1.2 Sector descentralizado	8,3	1,3

a/ Estos datos corresponden al Marco Fiscal de Mediano Plazo 2011, última actualización a junio de 2011.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Confis).

47 Datos provenientes del *Marco Fiscal de Mediano Plazo*, 2011, elaborado en junio, capítulo IX, “Plan financiero 2012”.

48 Estos guarismos incluyen los efectos de la emergencia invernal. Si no lo hicieran, el déficit para el SPNF sería de 3,1% en 2011 y 1,9% en 2012. Por su parte, el GNC presentaría un déficit del 3,6% en 2011 frente a un 3,2% en 2012.

49 Para el sector descentralizado se espera un mejor balance del sector de regionales y locales, dado el ciclo político del presupuesto (el primer año de gobierno presenta baja ejecución de proyectos de inversión) y la adopción del sistema general de regalías.

50 En la vigencia de 2012 se esperan ingresos superiores en 0,2% del PIB a los proyectados en 2011.

Las necesidades de financiamiento proyectadas para 2012 ascenderán a \$43,6 b, las cuales estarían compuestas en su mayoría por un déficit por financiar de \$23,3 b y por amortizaciones de las deudas interna y externa equivalentes a \$18,9 b. Las fuentes proyectadas para satisfacer dicho financiamiento serán desembolsos de las deudas interna y externa (\$27,5 b y \$7,8 b, respectivamente), deuda flotante (\$1,5 b) y otras fuentes de financiación (\$6,1 b), entre las que se destaca la venta de parte de la participación del Estado en Ecopetrol (\$5,1 b).

Dadas estas necesidades de financiación, la meta de colocación de TES ascendería a \$27,5 b, de los cuales \$4 b se colocarían mediante operaciones convenidas, \$20 b por subastas en el mercado local y \$3,5 b por operaciones forzosas. Como consecuencia de esta programación de financiamiento, la relación entre colocaciones y servicio de deuda (*roll-over*) se ubicaría en 96% (Cuadro 10).

Cuadro 10
Roll-over de la deuda interna (TES)
(billones de pesos)

TES	2007	2008	2009	2010	2011 ^{a/}	2012 ^{a/}
Colocaciones	19,1	23,9	25,8	27,7	28,0	27,5
Servicio de la deuda	27,0	25,4	23,0	22,6	25,6	28,6
Colocaciones/servicio (porcentaje)	71,0	94,0	112,0	122,0	110,0	96,0

a/ Cifras proyectadas.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Como se ha mencionado en ediciones anteriores de este *Reporte de Estabilidad Financiera*, mayores niveles de endeudamiento del Gobierno podrían imponer barreras a las decisiones de política monetaria, en la medida en que puede generar presiones sobre variables como la tasa de interés y la tasa de cambio. Adicionalmente, si el sistema financiero adquiriera estos nuevos títulos de deuda, se enfrentaría no solo a un mayor riesgo de mercado sino que podría, además, llevar a cabo una sustitución de cartera por inversiones.

Recuadro 5

ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN Y RIESGO CAMBIARIO DE EMPRESAS DE LOS SECTORES DE INDUSTRIA Y COMERCIO

Este recuadro tiene como objetivo presentar los resultados de las encuestas de estructura de financiación y riesgo cambiario, aplicadas por el Banco de la República y Fedesarrollo entre enero y julio de 2011. La primera de estas encuestas recoge información sobre el acceso al crédito y el uso de fuentes de financiación; mientras que la última lo hace sobre el uso, frecuencia e importancia de los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura del riesgo cambiario.

Los resultados sugieren que hay una relación positiva entre tamaño y relación crediticia con el sistema financiero, siendo el crédito con bancos la principal fuente de financiación de las empresas grandes y el crédito con proveedores el de las pequeñas. En cuanto a la encuesta de riesgo cambiario, se continúa observando que las compañías grandes son las que más usan instrumentos derivados y que el principal objetivo es cubrir compromisos contractuales.

1. Estructura de financiación

Esta encuesta está dirigida a empresas de los sectores de industria y comercio y está compuesta por módulos trimestrales y uno anual. A continuación se presentan los resultados del módulo anual aplicado en marzo de 2011, que tuvo como tema principal los métodos de financiación de las compañías.

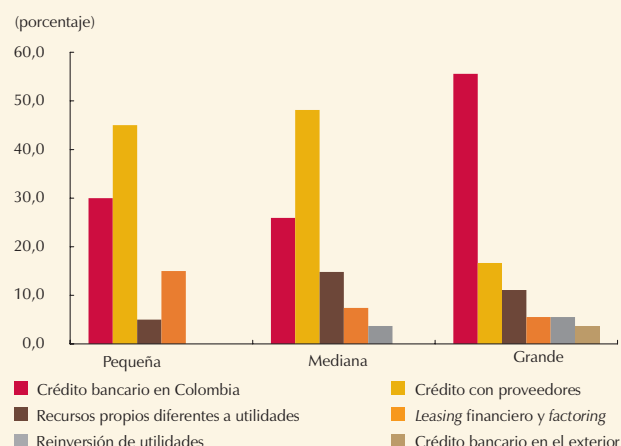
La primera pregunta hacía referencia a la principal fuente de financiación de las empresas.

En el Gráfico R5.1 se muestran los resultados, distinguiendo entre tamaño y sector. Como se puede observar, la mayoría de las pequeñas coincidieron en que el crédito con proveedores es su principal fuente tanto en el sector de industria (45%) como en el de comercio (57%). Lo anterior puede estar explicado por las restricciones que enfrentan algunas de estas empresas en el sistema financiero. Fisman y Love (2003) confirman este resultado al encontrar que en países con mercados financieros poco desarrollados este tipo de financiación mitiga los efectos de estas restricciones, en la medida en que los contratos con proveedores son de una naturaleza diferente al crédito bancario. Según los autores, el crédito con proveedores se diferencia del bancario en que: i) tiene menores costos de monitoreo; ii) el proveedor tiene una mejor capacidad de hacer cumplir el contrato mediante el paro de suministro de insumo, y iii) puede exigir la mercancía de vuelta.

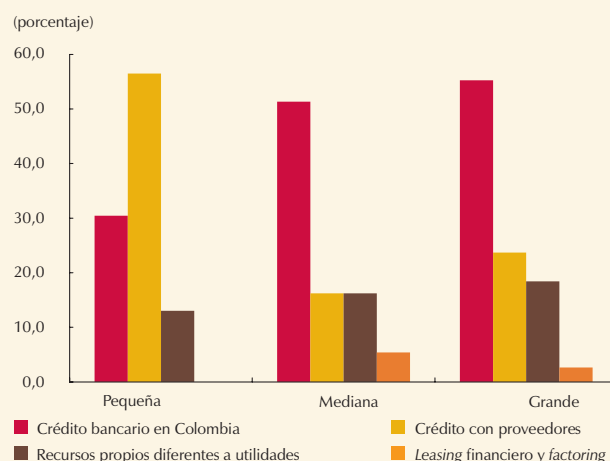
En contraste, las grandes eligieron el crédito bancario como su fuente más importante (industria 56%, comercio 55%),

Gráfico R5.1
Principales fuentes de financiación^{a/}

A. Industria



B. Comercio



a/ Pregunta: "Ordene sus fuentes de financiación, siendo 1 la más importante".
Fuente: Encuesta de estructura de financiación. Banco de la República y Fedesarrollo.

seguida del crédito con proveedores. Las empresas medianas tienen un comportamiento similar a las pequeñas en el sector de industria (48% afirma que los proveedores es su principal fuente), y en el de comercio, a las grandes.

En consecuencia, el crédito con proveedores no sólo es la fuente utilizada por la gran mayoría de empresas pequeñas sino que estas lo identifican como su principal. Igualmente, para las empresas grandes es el crédito bancario. Lo anterior podría ser consecuencia de las restricciones que enfrentan las empresas de menor tamaño en el sistema financiero.

Otros métodos de financiación, como los recursos propios diferentes a utilidades, el *leasing* financiero, el *factoring* y la reinversión de utilidades, son utilizados por las empresas de estos sectores. Por el contrario, las firmas recurren poco a la emisión de bonos, acciones y crédito externo. Cabe resaltar que las principales fuentes de financiación están concentradas en solo dos instrumentos, lo que podría indicar que el grado de sustitución entre estas es bajo.

Por otra parte, se preguntó a las empresas si en el año más reciente habían solicitado crédito al sistema financiero. En industria el 67% lo hicieron y en comercio el 71%. Comparando este resultado con el obtenido en las encuestas trimestrales de febrero y mayo, se observa que la cifra del módulo anual es superior en ambos casos, siendo en promedio 54% para los dos sectores.

A continuación se preguntó por el principal uso que habían dado a estos recursos. El Gráfico R5.2 panel A muestra que en el sector de industria las empresas pequeñas repartieron estos recursos entre la “Adquisición de inventarios, pago de salario y proveedores”, y la “Inversión en maquinaria y equipo”; las medianas lo utilizaron principalmente para la primera opción mencionada, y las grandes lo hicieron de forma similar a las pequeñas, pero un alto porcentaje de empresas también lo destinaron a la refinanciación de créditos. En cuanto al sector de comercio (Gráfico R5.2 panel B), se observó que la gran mayoría lo destinó también a “Adquisición de inventarios, pago de salario y proveedores”, independientemente del tamaño de la firma.

Por tanto, se puede concluir que en su gran mayoría los encuestados destinaron los recursos de créditos bancarios a inversiones de corto plazo y gastos de operación de la empresa.

2. Riesgo cambiario

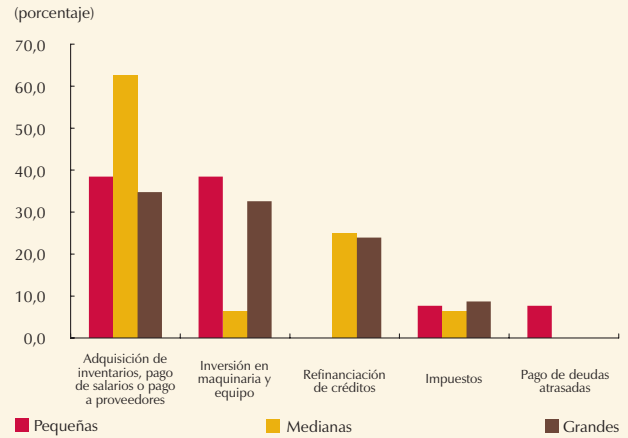
Esta encuesta está dirigida a empresas del sector de industria que reportan alguna de sus cuentas (activo, pasivo, ingresos o egresos) en moneda extranjera. Se divide en módulos trimestrales y uno anual. A continuación se presentan los resultados del módulo anual aplicado en marzo de 2011, cuando se solicitó información sobre capital extranjero y determinación del plazo de la cobertura.

Al igual que las encuestas trimestrales, los resultados de este módulo también sugieren que los derivados de tasa de cambio son poco utilizados por las empresas, y más si se tiene en cuenta que todas ellas tenían algún grado de exposición. El 28% de los encuestados afirmó haberlos utilizado en los doce meses más recientes, cifra que es ligeramente superior a lo obtenido en las encuestas de enero y abril (25%).

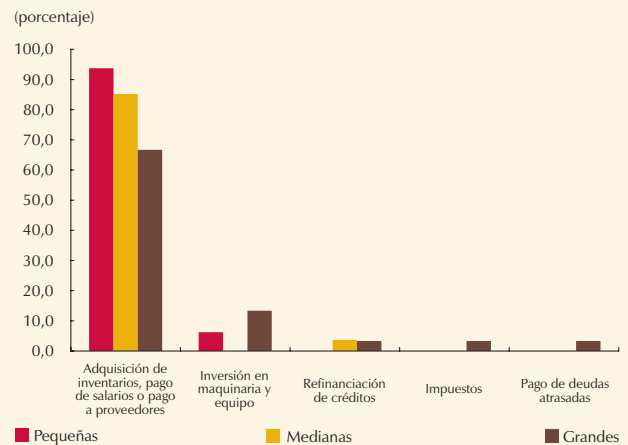
El Gráfico R5.3 muestra que las compañías grandes son las que más utilizan derivados de tasa de cambio (42%), frente a

Gráfico R5.2
Destinación de los recursos de créditos bancarios^{a/}

A. Industria

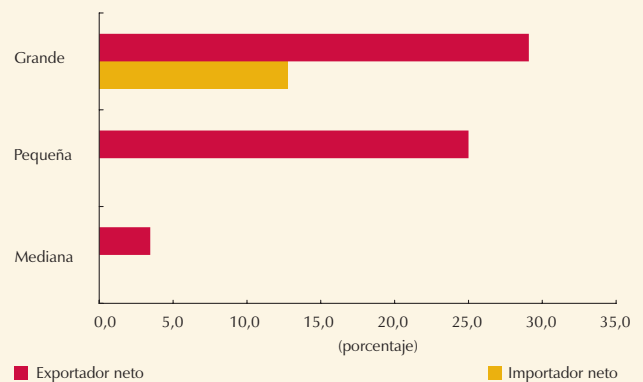


B. Comercio



a/ Pregunta: “El crédito solicitado al sector financiero se destinó o destinará a (Marque hasta 3 opciones y ubíquelas en el orden siendo 1 la más importante)”.
Fuente: Encuesta de estructura de financiación. Banco de la República y Fedesarrollo.

Gráfico R5.3
Uso de instrumentos derivados por tamaño y comercio exterior^{a/}

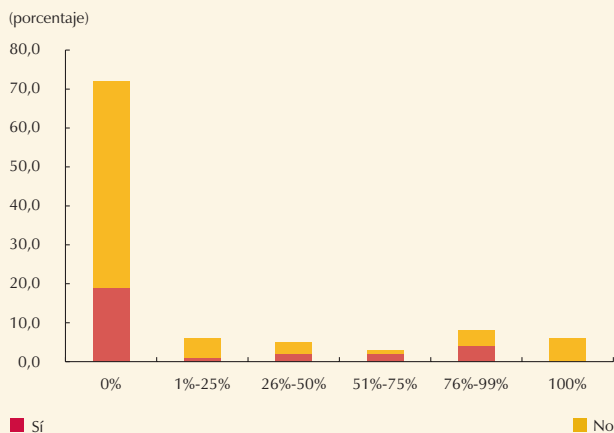


a/ Pregunta: “¿Utilizó forwards, opciones o futuros de tasa de cambio para cubrir su riesgo cambiario durante los últimos doce meses?”.
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario. Banco de la República y Fedesarrollo.

las medianas (3%). A diferencia de las encuestas trimestrales, en esta ocasión hay un porcentaje de firmas pequeñas que aseguran haber utilizado derivados en el año más reciente (25%); sin embargo, continúa siendo un grado de utilización bajo. Al desagregar por exportador neto e importador neto, se encuentra que para cualquier tamaño el primer grupo es el que más uso hace de estos instrumentos. Solo en el caso de las empresas grandes se encuentran importadores netos que utilizan derivados de tasa de cambio (13%).

Al analizar por tipo de capital se observa que la muestra está compuesta en su mayoría por compañías que no tienen inversión extranjera (72%) (Gráfico R5.4). Si se divide por firmas que utilizan derivados y las que no, se encuentra que las primeras están concentradas en los rangos más bajos de capital extranjero. De hecho, el 67% de las que los utiliza son empresas completamente nacionales. Lo anterior sugiere que las firmas que usaron estos instrumentos fueron, por lo general, compañías sin respaldo externo.

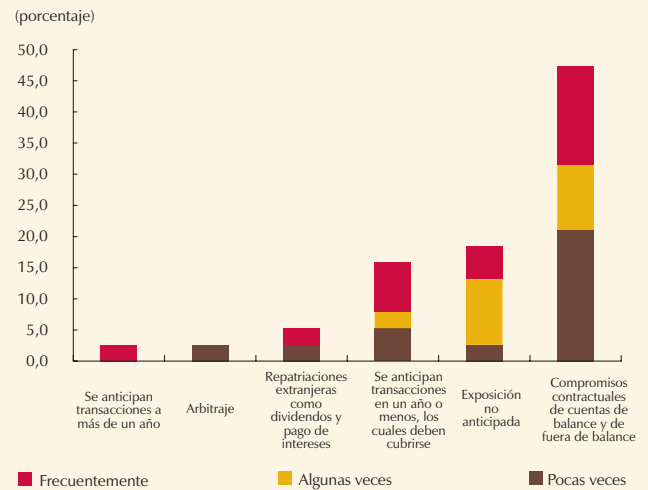
Gráfico R5.4
Uso de los instrumentos derivados por tipo de capital



a/ Pregunta: "¿En la estructura de propiedad de la empresa cuál fue el rango del porcentaje de participación de capital extranjero en los últimos 12 meses?".
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario. Banco de la República y Fedesarrollo.

Otro aspecto importante dentro de este estudio es el objetivo que persiguen las empresas al emplear los derivados como mecanismo de cobertura (Gráfico R5.5). La encuesta sugiere que los principales fueron: cubrir los compromisos contractuales de cuentas de balance y fuera de balance (47%) y cubrir la exposición no anticipada (18%). Cuando se pregunta por la frecuencia con la cual lo hicieron, los objetivos para los que se utilizan con mayor regularidad son: cubrir los compromisos contractuales (16% lo utiliza frecuentemente) y las transacciones anticipadas a menos de un año (8%).

Gráfico R5.5
Objetivos que persigue con el uso de derivados de tasa de cambio y frecuencia de uso^{a/}



a/ Pregunta: "¿Con que objetivo los utilizó y con qué frecuencia?".
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario. Banco de la República y Fedesarrollo.

Lo anterior es consistente con lo encontrado por Bodnar *et al.* (1999), quienes establecen que es una práctica común en los Estados Unidos y Alemania que las empresas cubran con alta frecuencia su exposición de más corto plazo y la directamente observable.

Por último, se pregunta a las empresas por la estrategia que siguieron para determinar el horizonte de tiempo de la cobertura. El Cuadro R5.1 muestra que el 57% de los encuestados escoge el horizonte de cobertura igual al tiempo al que está expuesta al riesgo cambiario y, por tanto, ajustan su posición en el mercado de derivados de acuerdo con este tiempo. Lo anterior, unido al hecho de que los contratos *forwards* en 2010 tuvieron una madurez promedio entre 48 a 94 días, sugiere que existe una preferencia por contratos de corto plazo.

Referencias

Bodnar, G. M.; Gebhardt, G. (1999). "Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey", *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 10, pp. 153-187.

Fisman, R.; Love, I. (2003). "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *Journal of Finance* vol. 58, núm. 1, pp. 353-374, American Finance Association.

Cuadro R5.1
Estrategia de la empresa para determinar el horizonte de tiempo del instrumento derivado

Horizonte de tiempo de la cobertura	(porcentaje)
El horizonte de tiempo de la cobertura (<i>forward</i> , futuro, opción) es menor al tiempo al que se está expuesto al riesgo cambiario	14,0
El horizonte de tiempo de la cobertura (<i>forward</i> , futuro, opción) es igual al tiempo al que se está expuesto al riesgo cambiario	57,0
El horizonte de tiempo de la cobertura (<i>forward</i> , futuro, opción) es mayor al tiempo al que se está expuesto al riesgo cambiario	14,0
El horizonte de tiempo de la cobertura (<i>forward</i> , futuro, opción) se extiende hasta el final del año (cierre de balances financieros)	14,0

a/ Pregunta: "¿Cuál de las siguientes expresiones describe mejor la estrategia de la empresa para determinar el horizonte de tiempo del instrumento derivado?".
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario. Banco de la República y Fedesarrollo.

Recuadro 6

RESULTADOS DEL INDICADOR FINANCIERO ÚNICO (IFU) A JUNIO DE 2011

El indicador financiero único (IFU) es un modelo contable y financiero que evalúa y organiza jerárquicamente el desempeño de los establecimientos de crédito por medio de un solo indicador financiero¹. Con el monitoreo continuo de los intermediarios mediante el IFU, este mecanismo se constituye en un sistema de alerta temprana.

El IFU clasifica la gestión de los establecimientos de crédito en cuatro zonas: en la I (con un IFU entre 1,5 y 2,0) y en la II (entre 1,0 y 1,49) se encuentran las entidades mejor calificadas, ya que mantienen una rentabilidad sobresaliente y aceptable, respectivamente. En aquellas zonas sus indicadores básicos son consistentes con una sólida posición financiera. La zona III (IFU entre 0,5 y 0,99) es considerada de riesgo, pues allí se encuentran aquellas entidades que, si bien alcanzan una rentabilidad real ligeramente positiva, presentan indicadores básicos con indicios de fragilidad financiera. Finalmente, la zona IV (IFU entre 0,0 y 0,49) es considerada de deterioro, por cuanto allí se ubican aquellos intermediarios con pobres indicadores básicos, y cuya rentabilidad real negativa ha comenzado a debilitar su patrimonio. En este último caso las instituciones no son sostenibles en el mediano plazo, a menos que sean apoyadas financieramente por sus accionistas o por algún organismo externo (Cuadro R6.1).

1. Evolución de la situación financiera por grupos de intermediarios financieros²

El Gráfico R6.1 presenta la evolución de la situación financiera para cada grupo de los establecimientos de crédito. Durante el primer semestre de 2011 se observó un cambio significativo para los Bancos, los cuales deterioraron su calificación al pasar de la zona I a la zona II. Vale la pena resaltar que esta situación ocurrió luego de que éstos se mantuvieran en la zona sobresaliente por un periodo aproximado de dos años. Por su parte, las CFC y las cooperativas financieras han presentado un comportamiento relativamente estable ubicándose en la zona aceptable (zona II); mientras que las *leasing* disminuyeron su calificación, aumentando la probabilidad de migrar a la zona de riesgo (zona III).

1 Para una mayor información sobre el modelo véase Pineda y Piñeros (2009). "El IFU como mecanismo de alerta temprana: una nueva versión", en Temas de Estabilidad Financiera, *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo.

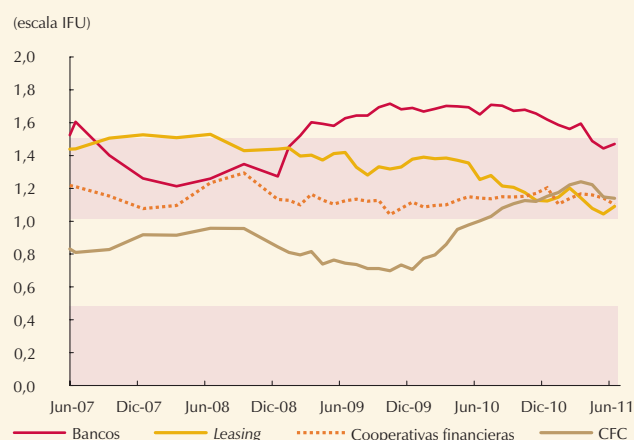
2 Se incluyen los bancos (tanto los comerciales como los especializados en crédito hipotecario [BECHI]), las compañías de financiamiento (CFC) y las especializadas en *leasing*, y las cooperativas financieras. No se consideran las corporaciones financieras, puesto que no realizan operaciones de crédito; estas se orientan básicamente a la banca de inversión.

Cuadro R6.1
Clasificación por zonas

Zona	Valor IFU	Estado
I	1,50 a 2,00	Sobresaliente
II	1,00 a 1,49	Aceptable
III	0,50 a 0,99	Riesgo
IV	0,00 a 0,49	Deterioro

Fuente: Banco de la República.

Gráfico R6.1
Índice de estabilidad financiera



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

Al analizar la evolución de los Bancos, se encuentra que su situación financiera, medida con el IFU, pasa de un indicador de 1,62 a 1,47 entre diciembre de 2010 y junio de 2011. Esta reducción se debe, principalmente, a una menor rentabilidad patrimonial, explicada por disminuciones en la rentabilidad de las inversiones, teniendo en cuenta que se han producido aumentos recientes en la tasa de interés de política.

Por su lado, las CFC se han mantenido alrededor de un indicador de 1,14, mientras que las Cooperativas Financieras lo disminuyeron moderadamente al pasar de 1,20 en diciembre del año anterior a 1,10 en junio del año en curso.

Adicionalmente, las compañías de *leasing* continuaron presentando una tendencia a la baja en el indicador, pasando de un IFU de 1,12 en diciembre de 2010 a uno de 1,09 en junio del presente año. Como se mencionó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* anterior, este resultado se explica por el proceso de absorción que experimentaron algunas de las entidades por parte de sus bancos filiales.

2. Orden por entidades financieras dentro de cada grupo

En el Gráfico R6.2 (paneles A, B, C, y D) se muestra el orden jerárquico por grupo, para cada una de las entidades financieras, de acuerdo con los resultados en la gestión de intermediación evaluados por el IFU. Es importante destacar que a junio de 2011 ninguna entidad financiera se encuentra en la zona de deterioro (zona IV).

Con relación al semestre anterior, se puede observar en el Gráfico R6.2, panel A, la entrada de cinco nuevos bancos al sistema financiero, de los cuales cuatro se ubicaron en la zona aceptable y uno en la zona sobresaliente durante la primera mitad de 2011. Adicionalmente, se observan leves deterioros individuales de los bancos, a diferencia de hace seis meses cuando se registraron mejoras. A junio de 2011 se encuentran

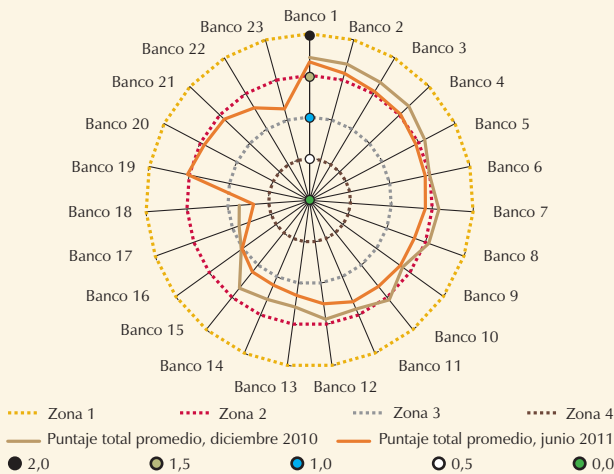
cinco bancos en la zona sobresaliente, dos en la de riesgo y los restantes en la aceptable.

Por el lado de las CFC, en el transcurso del primer semestre de 2011 salieron tres entidades e ingresó una a la zona I. Individualmente, las CFC no han mostrado grandes variaciones en el indicador, a excepción de la CFC 8, la cual presentó una mejora importante con respecto a su situación seis meses antes (Gráfico R6.2, panel B). A junio de 2011 cuatro CFC se encontraron en la zona I, ocho en la II y cinco en la III.

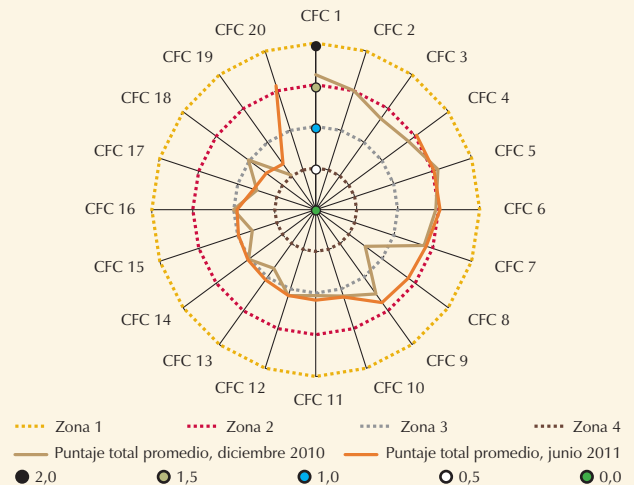
Finalmente, dos compañías de *leasing* se situaron en la zona aceptable y las restantes en el área de riesgo. Vale la pena resaltar que este grupo de entidades ha mantenido una situación financiera sin mayores variaciones durante el primer semestre del año (Gráfico R6.2, panel C). En contraste, las cooperativas financieras han mostrado un moderado deterioro, ubicándose cinco de estas en la zona aceptable y dos en la de riesgo (Gráfico R6.2, panel D).

Gráfico R6.2
Clasificación a diciembre de 2010 y junio de 2011

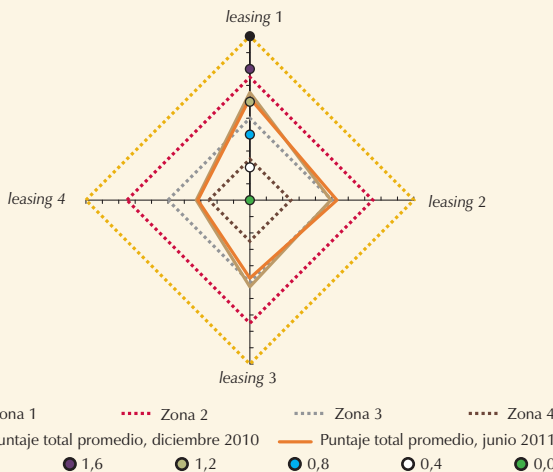
A. Sistema bancario



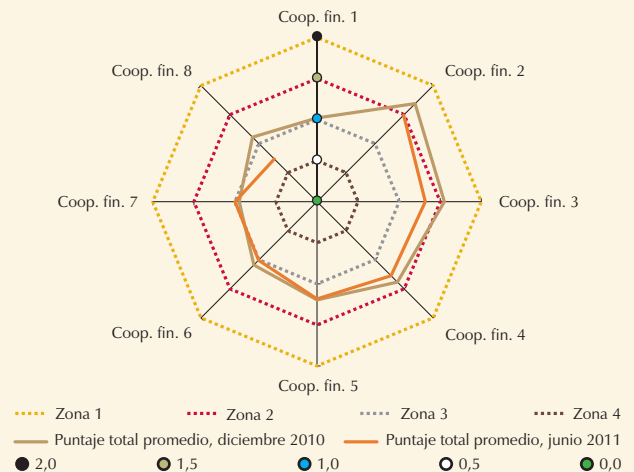
B. CFC



C. Leasing



D. Cooperativas financieras



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

Recuadro 7

ÍNDICE DE ESTABILIDAD FINANCIERA PARA COLOMBIA

En este recuadro se presenta la actualización del índice de estabilidad financiera para Colombia (IEFI), una medida continua y cuantificable que tiene la capacidad de determinar el nivel de estrés del sistema financiero colombiano en el tiempo¹. El indicador posee una frecuencia mensual y tiene en cuenta las consideraciones de rentabilidad y probabilidad de incumplimiento desarrolladas en Aspachs *et al.* (2006)².

Para la construcción del indicador se utilizan razones de capital, rentabilidad, riesgo de crédito y de liquidez de los intermediarios financieros. Las variables seleccionadas para conformar el índice son: utilidad sobre activos (ROA), utilidad sobre patrimonio (ROE), cartera vencida sobre cartera total (CV), cartera improductiva sobre cartera total (CI), margen de intermediación (MI), pasivos líquidos sobre activos líquidos (PL), fondos interbancarios sobre activos líquidos (FI) y la razón de pasivos no cubiertos (RPNC).

Estas variables se ponderan mediante distintos métodos sugeridos por la literatura internacional, tales como el de igualdad de varianzas³, componentes principales⁴ y modelos para datos de conteo (regresiones *zero inflated poisson* y *zero-inflated binomial negative*⁵). Como se observa en el Cuadro R7.1, las metodologías utilizadas dan como resultado una mayor ponderación a las variables asociadas con rentabilidad y riesgo de crédito. Como se verá, los índices construidos a partir de las distintas ponderaciones muestran un comportamiento similar.

-
- 1 Para mayor información véase D. Estrada y M. Morales (2009), "Índice de estabilidad financiera para Colombia", Temas de Estabilidad Financiera del Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo.
 - 2 O. Aspachs; C. A. E. Goodhart; M. Segoviano; D. P. Tsomocos; L. Zicchino (2006). "Searching for a Metric for Financial Stability", LSE Financial Markets Group Special Paper Series, special paper, núm. 167.
 - 3 Más conocido como *variance equal approach*. En esta técnica se estandarizan las variables para expresarlas en una misma unidad y luego agregarlas usando ponderadores idénticos.
 - 4 La idea principal detrás de esta metodología es obtener un índice a partir de la ponderación de las variables seleccionadas, de tal manera que dicha combinación explique al máximo la varianza conjunta de las variables.
 - 5 Esta aproximación emplea estimaciones econométricas para modelar la relación entre las variables indicadoras de estrés y la variable dependiente; en este caso definida como número de bancos en estrés por período. A partir de los coeficientes estimados se hallan las ponderaciones.

Cuadro 7.1
Ponderaciones de las variables para el índice del sistema según metodología

	VEA	CP	ZINB
ROA	12,5	15,74	7,65
ROE	12,5	15,74	11,75
CV	12,5	14,45	15,69
CI	12,5	15,23	6,17
MI	12,5	12,77	23,03
PL	12,5	9,55	11,95
FI	12,5	7,23	12,03
RPNC	12,5	9,29	11,73

Fuente: cálculos del Banco de la República.

La información generada por el IEFI es fácil de interpretar, dado que cada variable incluida en su construcción ha sido estandarizada. De esta forma, el nivel de estrés del período actual puede ser comparado con el histórico en términos de desviaciones de la media; los valores del índice mayores a cero equivalen a períodos de estrés financiero superiores al promedio, mientras que valores negativos indican períodos de mayor estabilidad. Asimismo, los crecimientos del índice en determinado lapso también proveen información útil acerca de la evolución del nivel de estrés en el tiempo.

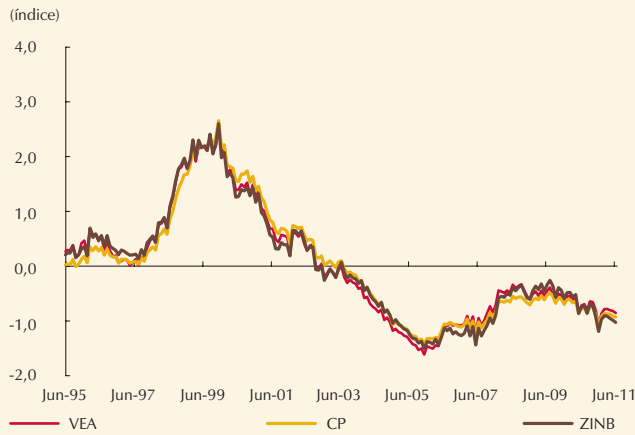
Dada la disponibilidad de datos, el índice puede construirse para el sistema así como por tipo de entidad, incluyendo bancos comerciales (BC), compañías de financiamiento (CFC) y las cooperativas financieras (COOP).

En el Gráfico R7.1 se muestra la evolución del índice de estabilidad financiera entre enero de 1995 y junio de 2011. Para efecto de este reporte se presta mayor atención al índice en el último semestre, cuando se observa que el nivel de estrés financiero capturado por el IEFI ha aumentado, pero se mantiene en niveles inferiores al promedio histórico, lo que sugiere que los niveles de estrés del sistema siguen siendo bajos.

En el Gráfico R7.2 se muestran el indicador calculado para los distintos tipos de entidades analizadas⁶. En el caso de los BC y las COOP, se observa que el nivel de estrés financiero ha permanecido estable en los últimos años, mientras que el indicador de las CFC ha presentado una leve disminución en el último semestre.

-
- 6 Las metodologías empleadas son la de igualdad de varianzas y componentes principales; los modelos de datos de conteo no son utilizados en este caso.

Gráfico R7.1
Índice de estabilidad financiera

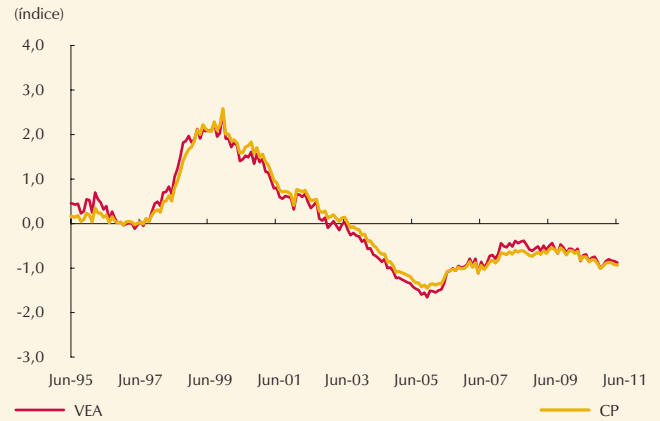


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Como se ha visto, el índice logra determinar el nivel de estrés contemporáneo del sistema, tanto de manera global como desagregada, lo que permite generar un diagnóstico de la estabilidad financiera en Colombia. Los resultados de la actualización señalan que el grado de estrés del sistema es estable.

Gráfico R7.2
Índice de estrés financiero por tipo de entidad

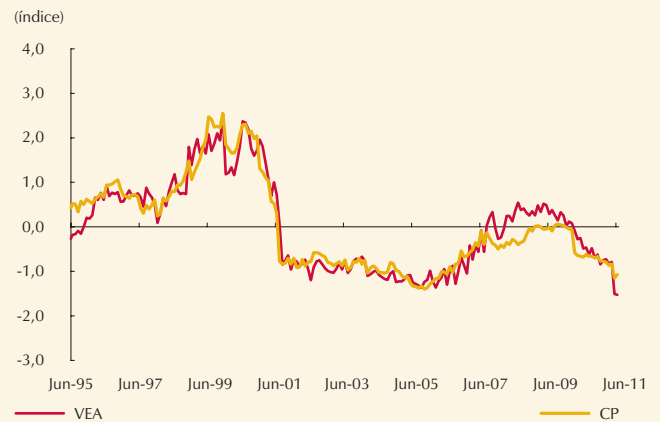
A. Bancos centrales



C. Cooperativas



B. Compañías de financiamiento comercial



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