

EL CRECIMIENTO DEL PIB DEL SECTOR FINANCIERO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007

La semana pasada el DANE informó que la economía colombiana había experimentado un crecimiento de 6,87% en el segundo trimestre de este año en relación con igual periodo del año anterior. Uno de los resultados más destacados por la prensa fue el sorprendente aumento de 42,27% en el PIB de los servicios de intermediación financiera.

En esta Semana Económica mostraremos que este resultado respondió a efectos que no se relacionan con el crecimiento en términos reales del sector ya que tuvo su origen en los cambios en la valoración a precios de mercado de los portafolios de inversión de las entidades del sector.

Este fue un fenómeno coyuntural. Los cambios en la valoración de los portafolios ocurrida en el segundo trimestre de 2006 ya se corrigieron, en consecuencia esto no se repetirá en los próximos trimestres.

El resultado del PIB financiero en el segundo trimestre de 2007

De acuerdo con la información publicada por el DANE, en el segundo trimestre de 2007 el PIB de los establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas, creció 15,7%.

Al interior de este registro resalta el significativo aumento de 42,27% en el componente de los servicios de intermediación financiera, que superó de lejos el

de las otras dos actividades que conforman el grupo¹.

La pregunta que cabe responder es a qué se debe el crecimiento de 42,27% en los servicios de intermediación financiera y conexos. Como se explicará, el aumento registrado en el PIB de los servicios financieros recoge algo más que un desempeño favorable del sector.

Para entender el origen del resultado a continuación se explicará cuál es la metodología que utiliza el DANE para calcular el PIB de los servicios de intermediación financiera.

La metodología del DANE

El valor agregado de los servicios de intermediación financiera se calcula como la diferencia entre la producción bruta y el consumo intermedio de los establecimientos que se catalogan como del sector financiero². No sobra mencionar que el DANE hace este cálculo trimestralmente y que este procedimiento es el mismo que utiliza para el cálculo de las cuentas nacionales.

En la metodología el DANE, que utiliza la información del Plan Único de Cuentas (PUC) suministrado por la Superintendencia Financiera, parte del cálculo de la producción de las empresas del sec-

¹ Estas incluyen el valor agregado de los servicios inmobiliarios y de alquiler de vivienda que crecieron 1,8% y el de los servicios a las empresas diferentes a los financieros e inmobiliarios que aumentaron 16,9%.

² Dentro de estos se cuentan los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, las cooperativas, las compañías aseguradoras, las fiduciarias, los organismos oficiales especiales y las administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

tor dividiéndola en imputada, característica y secundaria, para descontarle posteriormente el consumo intermedio.

La producción imputada se mide como la agregación de los intereses y dividendos recibidos, descontados los intereses pagados. Dentro del agregado de los intereses recibidos el DANE incluye, además de los ingresos por concepto de intereses de cartera de crédito, los ingresos por valoración de inversiones en renta fija y en renta variable, así como los rendimientos financieros de las inversiones no negociables y de las inversiones hasta el vencimiento.

Hay que hacer especial énfasis en el hecho de que el cálculo de la producción imputada incorpore el rubro de la valoración de inversiones y sus rendimientos, ya que la valoración es un fenómeno “nominal” con alta volatilidad. Como lo mostraremos más adelante, estos componentes son los que explican en buena medida las fuertes fluctuaciones en el PIB del sector dados los cambios en la valoración de los portafolios de inversión.

Los intereses pagados incluyen todas las cuentas relacionadas con la liquidación de intereses de depósitos y exigibilidades, así como de créditos bancarios, otras obligaciones, y los intereses sobre cesantías, multas y sanciones.

La producción característica agrega las cuentas de los ingresos por concepto de comisiones, honorarios y los de arrendamiento de bienes dados en leasing.

La producción secundaria suma las cuentas de ingresos de servicios de almacenaje, los generados de la venta de bienes realizables, arrendamientos, descuento de proveedores, y todos aquellos ingresos que provienen de actividades que no forman parte en estricto sentido del negocio financiero.

El consumo intermedio, por su parte, agrega las cuentas del PUC de pagos por concepto de comisiones, viáticos, servicios de almacenamiento, honorarios, arrendamientos, y en general los demás

gastos que requiere el sistema para su funcionamiento.

Después de obtener el valor agregado a precios corrientes del sector financiero como la diferencia entre la producción bruta y el consumo intermedio, el DANE utiliza el IPP total para calcular el PIB del sector a precios constantes. Sin embargo, nótese que al utilizar el IPP como deflactor total para el PIB del sector se están obviando los efectos que pueden estar ocasionando los cambios en algunos precios que tienen una gran influencia en el sector y que por su característica no están incluidos en el IPP. Este es el caso de los precios de mercado de los títulos de deuda pública (TES) que como lo veremos mas adelante fluctúan de manera inversa a los cambios en las tasas de interés de la deuda pública.

Lo que muestran las cifras en el segundo trimestre de 2006 y de 2007

Con el propósito de ilustrar lo sucedido con la cifras de crecimiento del PIB financiero durante el segundo trimestre de 2006 y de 2007 se utilizará la información disponible de las cuentas de los ingresos de los establecimientos de crédito y de los fondos de pensiones, rubros que conforman el grueso de las cuentas del producto que utiliza el DANE para estimar el valor agregado del sector.

Como se puede observar en la tabla 1, las variaciones absolutas y relativas más importantes provienen del rubro de valorización de inversiones. Durante este periodo los ingresos por valoración de inversiones de los establecimientos de crédito y los fondos de pensiones pasaron de \$3,2 billones en el segundo trimestre de 2005 a registrar una pérdida superior a los \$3,3 billones en igual período de 2006. Se puede apreciar que el resultado de la valoración de inversiones afectó de manera especial a los fondos de pensiones, ya que de esos \$3,3 billones de pérdidas registradas en el segundo trimestre de 2006 \$3,1 billones corresponden a las administradoras de pensiones y cesantías.

Tabla 1

Comportamiento trimestral de la valorización de las inversiones de los establecimientos de crédito y los fondos de pensiones y cesantías (miles de millones \$)

	II Trim 2005	II Trim 2006	II Trim 2007	Var abs 2006 2005	Var abs 2007 2006	Var anual TRIM 2006	% Var anual II Trim 2007
Establecimientos de Crédito							
Margen neto de intereses	1223	1489	2108	266	620	22	42
Valoración de inversiones	1153	-273	583	-1425	856	-124	314
Otros Ingresos	432	898	619	466	-279	108	-31
Margen financiero bruto	2807	2114	3311	-693	1196	-25	57
Fondos de Pensiones y Cesantías							
Total Ingresos	2391	-2961	921	-5352	3883	-224	131
Valorización de inversiones	2109	-3081	457	-5191	3538	-246	115
Total Valorizaciones Estab de C. y Fondos	3262	-3354	1040	-6616	4394	-293	131

Fuente: Asobancaria

Este año, una vez se dio la corrección del fenómeno temporal generado por los cambios en la valoración, el agregado de los ingresos por valorización de los portafolios durante el segundo trimestre de 2007 alcanzó \$1,04 billones con una valorización de \$457 mil millones en los fondos de pensiones y de \$583 mil millones en los establecimientos de crédito, lo que produjo un crecimiento en términos nominales del 131%.

El cambio en los niveles permite ver que como en el caso de la caída en la valoración de 2006, la recuperación de 2007 fue muy fuerte en los fondos de pensiones y de cesantías ya que el cambio en el valor absoluto de estos ingresos superó los \$3,5 billones, mientras que en el caso de los establecimientos de crédito esa variación absoluta tan sólo llegó a los \$856 mil millones.

El resultado de la desvalorización de los activos del sistema financiero, y particularmente de las inversiones en títulos de deuda pública (TES), hizo que durante el segundo trimestre de 2006 el rubro de servicios de intermediación financiera y servicios conexos publicados por el DANE registrara una caída de 23,8% en términos reales.

Su posterior recuperación tuvo como resultado que el PIB del sector creciera 42,27% en términos reales durante el segundo trimestre de 2007, y si bien en el caso de los establecimientos de crédito se ha registrado un aumento importante de la cartera, el factor determinante en el

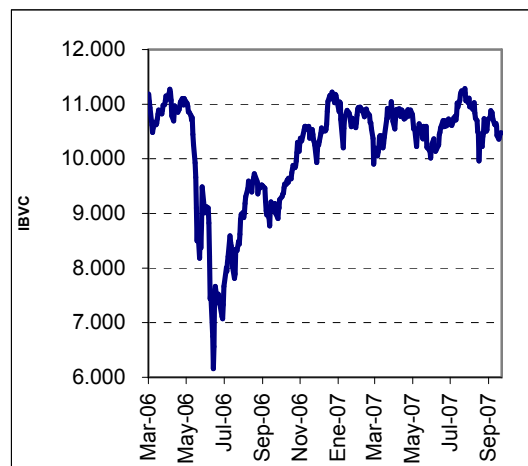
crecimiento del PIB fue el cambio en la valoración de los portafolios de inversión de todas las entidades y en especial de los fondos de pensiones y cesantías.

¿Cuál fue el origen de la volatilidad en la valoración de los portafolios de inversión?

Como se señaló, el resultado del PIB del segundo trimestre de 2007 tuvo su origen en el efecto que produjo la recuperación del valor de los portafolios de inversión del sistema financiero, los cuales se vieron fuertemente afectados durante el segundo trimestre de 2006 como resultado de la crisis que experimentó en aquella época el mercado de acciones y de deuda pública.

Durante los meses de abril y junio de 2006 y como resultado de la incertidumbre con respecto a la actuación de la FED, tuvo lugar un episodio pasajero de nerviosismo generalizado en los mercados financieros internacionales que causó una salida abrupta de capitales de algunas de las economías emergentes. Esta situación generó el desplome temporal en las principales bolsas del mundo, incluida la de Colombia, y efectos importantes sobre el mercado de divisas y de deuda pública (gráfico 1).

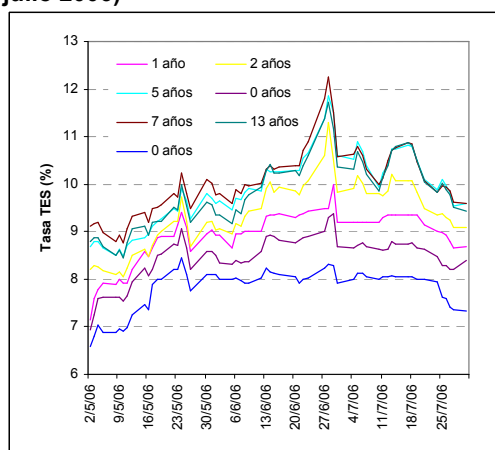
Gráfico 1
Índice de la Bolsa de Valores de Colombia



Fuente: BVC

Durante esos meses se registraron crecimientos significativos en las tasas de interés de colocación de los títulos de deuda pública para todos los vencimientos, produciendo a su vez una reducción sustancial en los precios de mercado de los títulos en circulación y en el valor de mercado de los portafolios de inversión de los establecimientos financieros (gráfico 2).

Gráfico 2
Comportamiento de las tasas de los TES (mayo-julio 2006)



Fuente: Banco de la República

Cuando se tiene un título de deuda pública cuyo valor facial y tasa de rendimiento son fijados en el momento de la emisión y hasta el vencimiento, los cambios en las tasas de interés de la economía hacen que el precio de este título en el mercado se mueva en la dirección contraria a los movimientos en las tasas de interés.

Por ejemplo, un título con vencimiento a un año, con valor facial de \$100 y una tasa de interés pactada de 9% remunerará a su propietario \$109 al final del periodo. Si la tasa de interés del mercado sube a 12%, como realmente sucedió durante el episodio vivido en 2006, el precio del bono se reduce a \$97,3.

El efecto coyuntural de las valorizaciones ya se está diluyendo

El efecto dinamizador en el PIB que produjo la valorización de las inversiones no se va a dar en el tercero ni en el cuarto trimestre de 2007, debido a que en el tercer trimestre de 2006 la crisis se desvaneció y el efecto sobre la valorización de las inversiones empezó a corregirse.

Como se puede observar en la tabla 2, los efectos de la caída en la valoración de los portafolios empezaron a diluirse una vez superada la crisis. Después de registrarse una pérdida acumulada al mes de junio de 2006 de \$625 mil millones en la que los fondos soportaban una caída acumulada en sus ingresos por valoración por \$981 mil millones, en el balance acumulado al mes de agosto se puede apreciar que la pérdida se había diluido a tal punto que el acumulado de las valorizaciones de los fondos y de los establecimientos de crédito ya registraban unos ingresos netos positivos por \$2,2 billones.

Tabla 2
Comportamiento de la valorización de las inversiones de los establecimientos de crédito y los fondos de pensiones y cesantías (Valores acumulados, miles de millones \$)

	a junio de 2006	a agosto de 2006	a junio de 2007	a agosto de 2007	jun 07 / jun 06	ago 07 / ago 06
Establecimientos de Crédito						
Valoración de inversiones	356	968	1024	1308	188%	35%
Fondos de Pensiones y Cesantías						
Valorización de inversiones	-981	1236	-189	880	81%	-29%
Total Valorizaciones Estab. de C. y Fondos	-625	2204	835	2188	234%	-1%

Fuente: Asobancaria

Cuando se compara ese resultado con la información de los balances al mes de agosto de 2007, se puede apreciar que en el agregado se está pasando de \$2,2 billones a agosto de 2006 a \$2,18 billones a agosto de 2007. De esta forma las valorizaciones que al mes de junio de 2007 crecían a una tasa anual del 234% a agosto tienen una caída de 1%.

Esto confirma la temporalidad del fenómeno. Por ello, en el tercer trimestre de este año se observó una contribución

del sector al PIB más acorde con el negocio de la actividad financiera.

Conclusiones

Como se ha resaltado, el crecimiento de 42,27% que calculó el DANE para el PIB de los servicios de intermediación financiera recoge algo más que un desempeño favorable del sector. Este resultado responde a efectos que no se relacionan con el crecimiento en términos reales de los servicios financieros y que provienen de los cambios en la valoración a precios de mercado de los portafolios de inversión de las entidades, particularmente de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

En este sentido, y con el propósito de corregir la volatilidad que le generan al producto real este tipo de cambios que en esencia son de origen nominal, amerita que la nueva administración del DANE revise la metodología que se utiliza para medir el PIB del sector a precios constantes de 1994.

Teniendo en cuenta que la actual metodología empleada introduce una alta volatilidad a los registros contables del valor agregado del sector, hay que hacer un llamado de atención con respecto al procedimiento que utiliza el DANE para convertir el PIB de precios corrientes a precios constantes o lo que es lo mismo para llevarlo de términos nominales a reales. La utilización del IPP para deflactar el PIB del sector está obviando los efectos que ocasionan los cambios en algunos precios que tienen una gran influencia en la actividad y que por su característica no están incluidos en el IPP como es el caso de los precios de mercado de los títulos de deuda pública (TES) y de las acciones.

Por otro lado, estamos seguros que el efecto dinamizador en el PIB que produjo la valorización de las inversiones no se dará en el tercero ni en el cuarto trimestre de 2007, debido a que en el tercer trimestre de 2006 la crisis se desvaneció y el efecto sobre la valorización de las inversiones empezó a corregirse.

Finalmente, no sobra señalar que a medida que se han corregido las valoraciones de los activos la rentabilidad del sector, medida por los indicadores a activos y patrimonio, se ha estabilizado en niveles similares a los de años anteriores.