



22 de enero de 2010

María Mercedes Cuéllar
PresidenteDaniel Castellanos
Vicepresidente económico
+57 1 3266634
dcastellanos@asobancaria.com

Burbujas y dilemas de política económica

Resumen. El daño que el estallido de la última burbuja financiera infligió en los mercados e intermediarios financieros, en la actividad real y el empleo, forzaron un estímulo fiscal y monetario sin precedentes alrededor del mundo. Como la recuperación mundial será lenta, la prolongación de estas posturas laxas entraña riesgos, que pueden generar volatilidad en los mercados internacionales. Los excesos de liquidez alimentaron el año pasado un auge en los mercados financieros, que valorizó globalmente las materias primas y las bolsas, al tiempo que apreció la deuda pública y las monedas emergentes. Con excepción de algunas bolsas, las valorizaciones no lucen todavía exageradas, ni fueron acompañadas por auges del crédito. En consecuencia, puede descartarse por el momento la presencia de burbujas financieras. Sin embargo, si la liquidez no se recoge oportunamente, persiste el peligro que contribuya a inflar burbujas, desalinee las expectativas inflacionarias y genere inflación en el mediano plazo, cuando se cierre la brecha del producto y se reactive el crédito. Las economías emergentes serán más propensas a la aparición de burbujas, porque atraerán crecientes flujos de inversión extranjera y el crédito se recuperará más pronto en ellas. Si no permiten la flotación de sus monedas, importarán la laxitud monetaria de las economías avanzadas. Y ésta estimulará la inversión en activos domésticos.

Aunque en la valorización de los activos denominados en COP el año pasado brillaron por su ausencia los flujos de portafolio, la economía colombiana no es inmune al contagio de los auges y la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por eso es bienvenida la disciplina fiscal, que reduce la vulnerabilidad de los mercados domésticos a los choques externos. Sin embargo, ésta transfiere a la política monetaria una mayor responsabilidad para estimular la demanda interna. De esta manera, el BR enfrentará una “encrucijada del alma”, que puede perturbar las expectativas e incentivar la inversión financiera.

Calendario de Eventos

Fecha	Evento	Ciudad	Lugar
11 y 12 de Marzo	Congreso de Acceso a Servicios Financieros y Sistemas de Pago	Cartagena	Hotel Hilton
20 y 21 de Mayo	XXII Simposio Mercado de Capitales	Medellín	Hotel Intercontinental
17 y 18 de Junio	I Congreso de Educación Financiera y Transparencia y la Información	Bogotá	Hotel Cosmos 100
1 y 2 de Julio	X Congreso Panamericano de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo	Cartagena	Hotel las Américas
29 y 30 Julio	XLV Convención Bancaria 2010, XVII Muestra de Productos y Servicios para el Sector Financiero	Cartagena	Centro de Convenciones
12 y 13 de Agosto	IX Congreso de Derecho Financiero	Cartagena	Hotel Hilton
16 y 17 de Septiembre	XIII Congreso de Tesorería	Cartagena	Hotel Hilton
30 de Septiembre y 1 de Octubre	IV Congreso de Prevención del Fraude y Seguridad	Bogotá	Hotel Cosmos 100
18 y 19 de Noviembre	IX Congreso de Riesgo Financiero	Cartagena	Hotel las Américas
2 y 3 de Diciembre	Foro de Vivienda	Bogotá	Hotel Cosmos 100

Mayor información: eventos@asobancaria.com

Teléfono 57 1 3266600 – Extensiones 1462-1465-1467.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Burbujas y dilemas de política económica

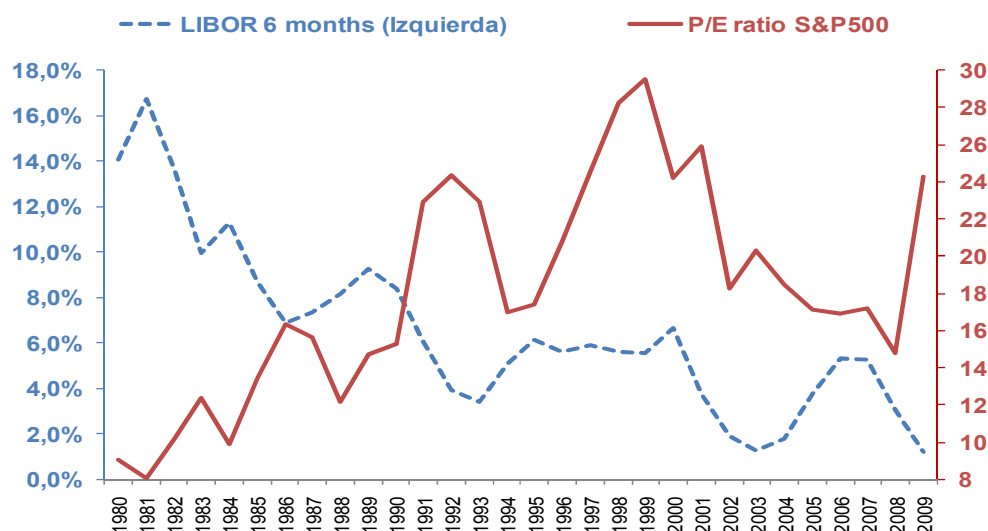
Introducción

Daniel Castellanos
57 1 3266634

Miguel Medellín
57 1 3266643

Durante las últimas tres décadas, la pronunciada disminución del costo del crédito contribuyó a inflar periódicamente una serie de burbujas en los mercados internacionales (gráfico 1). Con el crédito barato, los hogares, las firmas y los intermediarios financieros se endeudaron en auges sucesivos, para invertir en diversos tipos de activos –deuda pública emergente, acciones de las firmas de tecnología informática, vivienda y derivados financieros de economías avanzadas–. El exceso de demanda por activos elevó exageradamente sus precios en las etapas ascendentes. Cuando éstos alcanzaron sus picos, las ventas en manada para pagar los créditos los deprimieron rápido. La pronunciada caída dejó a los inversionistas apalancados con una deuda mayor que el valor del activo que compraron. De esta manera, su riqueza (patrimonio) disminuyó, constriñendo su capacidad para invertir, consumir y endeudarse. Como resultado, se contrajeron la producción, el crédito y el empleo.

Gráfico 1: Tasa de interés LIBOR 6 meses (%)



Fuente: Bloomberg

En términos generales, durante los auges la prioridad de la política monetaria fue el control de la inflación de los bienes, descuidando la evolución del crédito y de los precios de los activos. Cuando estallaron las burbujas, para recuperar la estabilidad financiera, los bancos tuvieron que ablandar la política monetaria, mientras que a los gobiernos les correspondió rescatar a los intermediarios.

La magnitud de la última burbuja y el daño que su estallido infligió tanto en los diferentes mercados e intermediarios financieros, como en la actividad real y el empleo, forzaron un relajamiento de la política monetaria y un estímulo fiscal sin precedentes alrededor del mundo. Como la recuperación de la economía

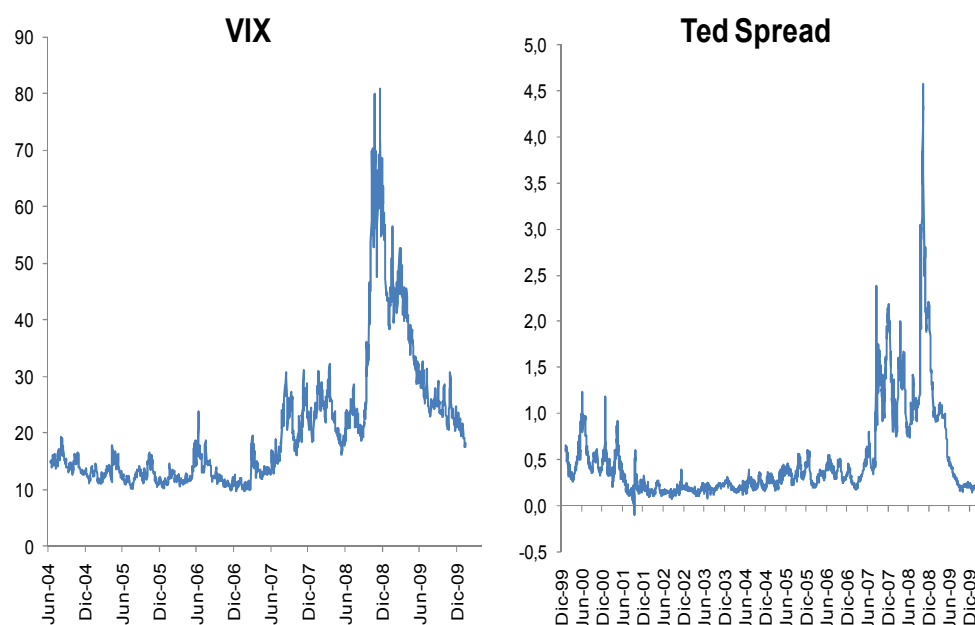
mundial será lenta, la prolongación de estas posturas laxas entraña algunos riesgos, que pueden generar una creciente volatilidad en los mercados financieros.

En esta Semana Económica exploramos, primero, los que surgen por cuenta de los excesos de liquidez generados por el relajamiento extremo de la política monetaria. Y segundo, tratamos de determinar la vulnerabilidad de la economía colombiana a estos peligros.

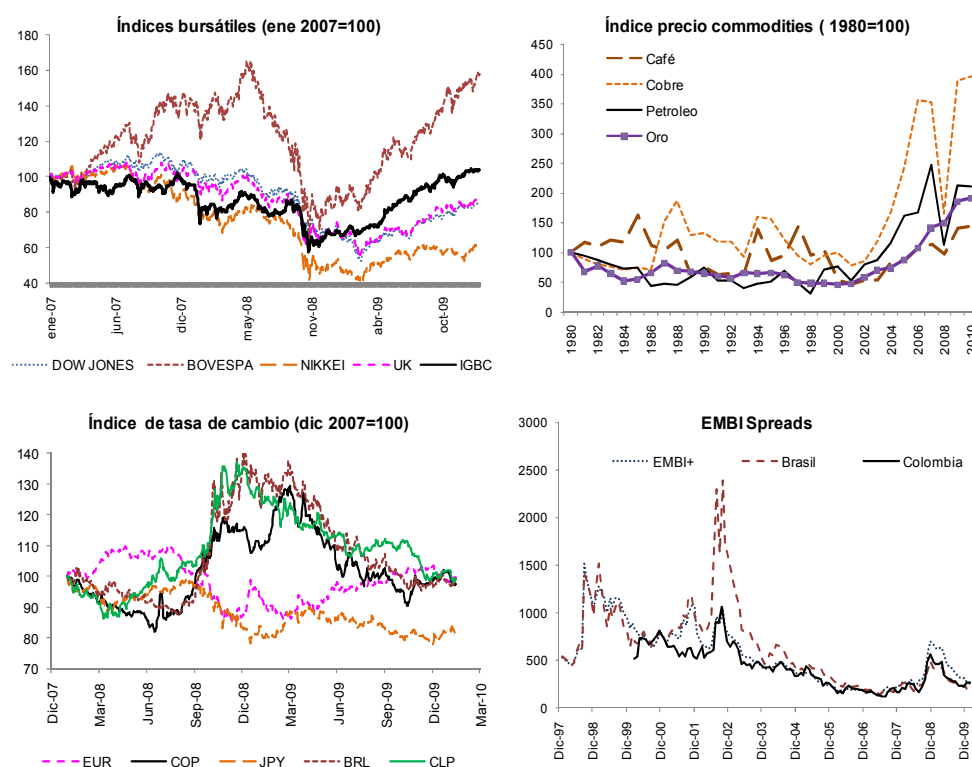
¿Han comenzado a inflarse nuevas burbujas financieras?

Con el éxito de los estímulos fiscales y monetarios para estabilizar las economías y evitar el colapso de los sistemas financieros, cedió la incertidumbre en los mercados internacionales (gráfico 2). Las mejores perspectivas de crecimiento, el mayor apetito por riesgo y el crédito barato han incentivado nuevamente la inversión en activos financieros, generando auges en varios mercados. Gracias a la laxitud extrema de la política monetaria en las economías industrializadas, los inversionistas han comenzado nuevamente a endeudarse en monedas fuertes para comprar activos más rentables, algunos de ellos en economías emergentes. De esta manera, han tenido lugar aceleradas valorizaciones de las acciones y las materias primas alrededor del mundo, al tiempo que la deuda pública y las monedas emergentes se han apreciado (gráfico 3). Inclusive los precios de la vivienda se han estabilizado en algunas de las economías más afectadas por la crisis hipotecaria. Sin embargo, hasta el momento no se han producido auges crediticios y la valorización de los activos no luce exagerada.

Gráfico 2: Índice de volatilidad (VIX) y spread entre tasas de deuda pública e interbancaria (Ted spread)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3: Evolución de los precios de algunos activos

Fuente: Bloomberg – JP Morgan

Riesgos financieros para las economías emergentes

En el mediano plazo, las economías que probablemente enfrentan mayores riesgos de burbujas financieras son las emergentes¹. Los inversionistas seguramente preferirán los activos de estas economías gracias a sus mejores perspectivas de crecimiento, a que sus agentes no sufrieron pérdidas patrimoniales apreciables, a que en la mayoría de ellas sus sistemas financieros permanecieron intactos y a que la solvencia pública y la viabilidad de sus posiciones fiscales se deterioraron, en conjunto, menos que en las avanzadas. Además, posiblemente el resurgimiento del crédito será más dinámico en las emergentes que en las industrializadas.

En algunas de las emergentes, las estrategias de crecimiento basadas en la promoción de las exportaciones, o la prioridad de evitar un fortalecimiento exagerado de sus monedas, las puede conducir a mantener políticas monetarias excesivamente laxas. Estas posturas monetarias, relajadas adicionalmente por preocupaciones cambiarias, junto con el mantenimiento de bajas tasas de interés por períodos prolongados, pueden estimular la demanda por activos financieros, contribuyendo a inflar las burbujas.

¹ The Danger of the Bounce, The Economist, January 7th, 2010.

Como el relajamiento de la política monetaria ha empujado las curvas de rendimiento, los intermediarios financieros han encontrado rentable y seguro invertir sus excesos de liquidez en deuda pública de mediano y largo plazo. Por este camino se ha generado un auge en los mercados de deuda soberana. Existe el peligro de que éstos sufran episodios de alta volatilidad en 2010. En primer lugar, a medida que se estabilizan los diferentes mercados financieros y se restablece el normal flujo del crédito, los bancos centrales en las economías industrializadas comenzarán a replegar sus balances. En segundo lugar, dada la lenta respuesta del gasto privado, la firmeza de la reactivación sigue dependiendo en una gran proporción de la magnitud del estímulo fiscal. Pero éste entraña el riesgo de deteriorar la solvencia pública. Si el deterioro es mayúsculo, la propensión de los inversionistas para adquirir deuda pública disminuirá. Tanto el repliegue de los balances de los bancos centrales como la menor tolerancia al deterioro de la posición fiscal pueden ocasionar excesos de oferta de deuda pública en los mercados secundarios, que la desvalorizarían. En casos extremos, pueden presentarse crisis de deuda soberana². Estos episodios también pueden surgir en las economías emergentes o contagiar sus mercados de deuda pública.

Los dilemas de la política monetaria

En la coyuntura actual, la necesidad de prolongar el fuerte estímulo monetario parece reñir con el objetivo de mediano plazo de mantener la inflación controlada e inclusive con el de preservar la estabilidad financiera. Si se prolongan exageradamente las bajas tasas de interés y no se absorben oportunamente los excesos de liquidez, se corre el riesgo de generar presiones inflacionarias y alimentar burbujas, a medida que se cierre la brecha del producto y se reactive el crédito, cuando se recuperen las economías.

Prevenir el surgimiento de burbujas, o mitigar las consecuencias de sus estallidos sobre los mercados y los intermediarios financieros, la actividad económica y el empleo, es una responsabilidad tanto de los bancos centrales como de los gobiernos. Los primeros deben incluir dentro de sus objetivos, no solamente controlar la inflación y mantener la economía en una senda de crecimiento sostenido, sino preservar la estabilidad financiera. Para facilitar esta nueva tarea, deberán monitorear atentamente la evolución del crédito y de los precios de los activos. Sin embargo, la mayoría de ellos dispone únicamente de la tasa de interés, los encajes y los despliegues y repliegues de sus balances. Corresponde entonces a los gobiernos expedir las regulaciones contra-cíclicas pertinentes y supervisar su cumplimiento, para que los intermediarios financieros, las firmas y los hogares no incurran en los excesos del pasado.

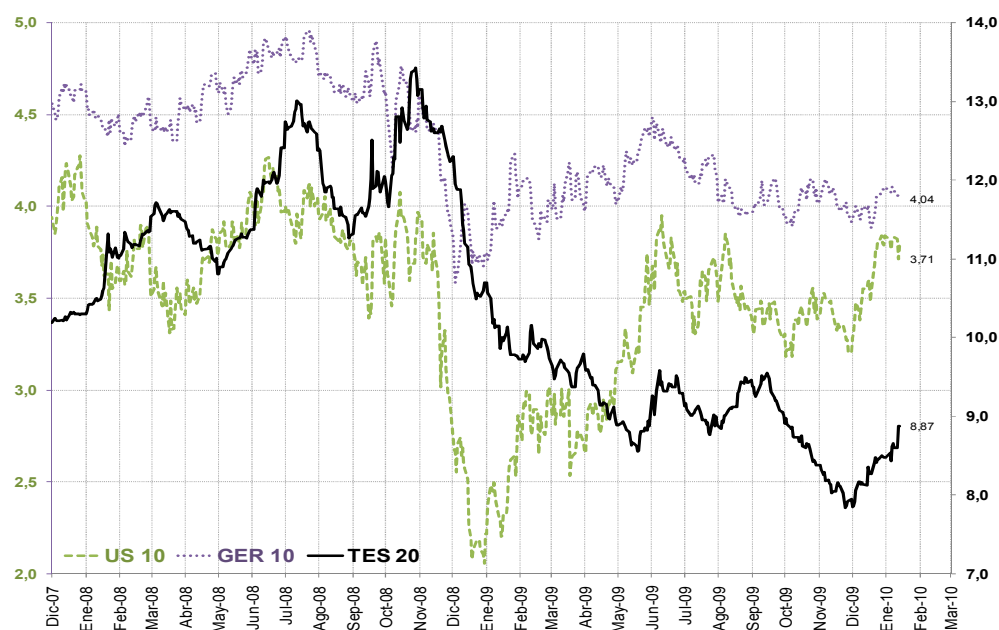
² The Great Stabilisation, The Economist, December 17th, 2009.

Los dilemas de la política y los riesgos para los mercados financieros en Colombia

De la misma manera como la economía colombiana no escapó a las consecuencias adversas de la crisis internacional, sus mercados financieros tampoco eludieron los desarrollos posteriores. En consecuencia, las autoridades enfrentan los mismos dilemas de política y sus mercados financieros riesgos similares.

El retorno de la confianza a los mercados financieros internacionales generó un auge que contagió a los domésticos. El año pasado nuestros principales activos financieros –deuda pública, COP y bolsa– se valorizaron simultáneamente con los de otros países de la región. En el caso de la bolsa, la apreciación fue contagiada por el auge que comenzó en las economías industrializadas. La revaluación del COP fue agenciada por la debilidad internacional del USD, por los flujos de inversión extranjera directa –a minas e hidrocarburos– y por el mayor endeudamiento externo –tanto público como privado–. La valorización de los TES fue motivada en gran medida por el relajamiento de la política monetaria doméstica y el estancamiento del crédito, que condujo a los intermediarios financieros a invertir sus excesos de liquidez en deuda pública. Una característica sobresaliente de la valorización de los activos domésticos en Colombia el año pasado, fue que no tuvo nada que ver con flujos de inversión extranjera de portafolio, a diferencia de lo acontecido en otras economías de la región, como en Brasil.

Gráfico 4: Tasas de interés de deuda pública en mercados secundarios



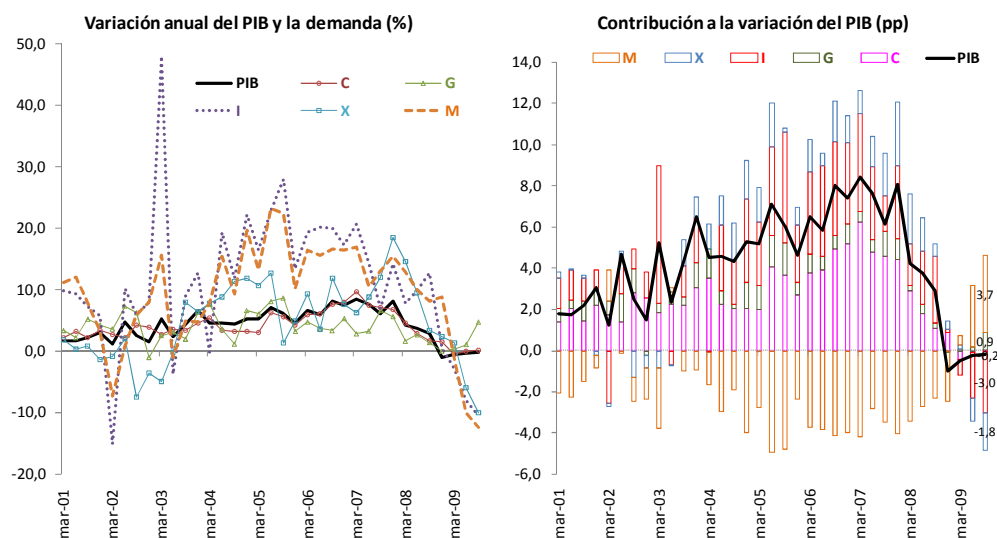
Fuente: Minhacienda - Bloomberg

A finales del año pasado, la preocupación por el deterioro de la solvencia pública, como consecuencia de la magnitud del estímulo fiscal, que surgió en las economías avanzadas, se transmitió al mercado doméstico de deuda pública.

En consecuencia, la deuda soberana de Colombia se depreció, en contraste con lo ocurrido en otras economías de la región. La desvalorización de nuestros títulos se prolongó inclusive más que la de los correspondientes a los países industrializados (gráfico 4).

Por este motivo, actuando con responsabilidad, el Gobierno Nacional (GN) aplazó algunos gastos de 2010 para 2011, con el propósito de evitar un mayor déficit este año. Aunque el recorte no es cuantioso (0,8% del PIB), riñe con el propósito de afirmar la recuperación, sobre todo en un momento en el cual la demanda privada languidece y la nivelación de la producción parece depender del gasto público (gráfico 5). Sin embargo, asegurando la sostenibilidad fiscal, el ajuste reduce la vulnerabilidad del mercado de deuda pública interna al contagio de choques externos, como el ocurrido a comienzos de año, o los que se presentarán por cuenta del deterioro de la posición fiscal de otras economías en el inmediato futuro. Además, colabora para que las tasas de interés de mediano y largo plazo se estabilicen, evitando desplazar el gasto privado. De esta manera, la política fiscal contribuye a disminuir la volatilidad en los mercados financieros domésticos, en un año en el cual los riesgos de inestabilidad en los mercados financieros internacionales se han acrecentado.

Gráfico 5: Variación anual del PIB (%) y contribución de la demanda (pp)



Fuente: DANE

El peligro es que ahora la política monetaria puede enfrentar “una encrucijada del alma”. Con el recorte, el GN le transfiere al Banco de la República (BR) una mayor responsabilidad para estimular la demanda en el corto plazo. Pero probablemente el emisor no pueda hacerlo, debido a que el repunte esperado en los precios de los alimentos –por cuenta del fenómeno del Niño– y de los regulados –por los mayores precios de los combustibles– podría desestabilizar las expectativas inflacionarias. Además, mayores excesos de liquidez podrían incentivar auges indeseables en los mercados financieros domésticos, exponiéndolos al riesgo de contagio de la volatilidad generada en los externos.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2008				2009				2010		
			T1	T2	T3	T4		T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD mM)	207.8	242.6	59.8	66.4	63.9	54.2	242.6	49.9	54.2	58.7	55.5	218.3	202.4
PIB Nominal (COP MM)	432	477	114	117	121	124	477	121	121	126	129	497	526
PIB per cápita (USD)	4750	5490	1363	1510	1451	1227	5490	1127	1221	1318	1243	4891	4490
Tasa de Desempleo (%)	10.9	11.0	11.1	11.2	11.0	10.6	11.0	12.9	11.7	12.2	14.0	12.8	...
Población (millones)	43.8	44.2	43.9	44.0	44.1	44.2	44.2	44.3	44.4	44.5	44.6	44.6	45.1
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	7.5	2.5	-0.4	0.6	0.2	-1.3	2.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3	2.0
PIB real (% Var. Trimestral anualizada)	...	...	-0.8	0.9	2.0	-5.9	...	0.9	1.9	2.6	-5.6	...	...
Demanda interna (% Var. Interanual)	8.5	3.7	0.5	0.8	1.0	-1.4	3.5	-1.0	-1.9	-1.9	2.6	-0.1	3.3
Inversión bruta (% Var. Interanual)	13.7	8.8	7.8	9.7	12.6	0.5	7.5	-3.0	-8.0	-10.7	5.9	-2.1	7.6
Consumo final (% Var. Interanual)	6.9	2.1	3.8	2.7	1.6	1.1	2.3	-0.4	0.1	1.0	4.6	0.5	1.9
Privado (% Var. Interanual)	7.6	2.3	4.4	2.7	1.7	1.4	2.5	-0.6	-0.1	0.0	-0.5	-0.3	1.8
Público (% Var. Interanual)	4.5	1.3	1.5	2.6	1.3	-0.1	1.3	0.3	1.0	4.7	7.5	3.6	2.0
Exportaciones (% Var. Interanual)	11.3	7.2	14.5	9.5	3.4	2.3	7.2	1.3	-5.9	-10.0	-13.1	-4.7	-5.3
Importaciones (% Var. Interanual)	13.9	9.8	12.8	9.9	8.0	8.7	9.8	-1.5	-10.2	-12.5	1.5	-2.4	2.4
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	5.9	7.2	7.6	7.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	3.0
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.2	5.9	5.1	5.6	5.4	5.9	5.9	5.4	4.5	3.94	2.68	2.7	3.6
Inflación (IPC, % Var. trimestral)	...	...	3.4	2.5	0.5	1.1	...	1.9	0.3	-0.1	-0.1	...	...
Salarios nominales (% Var. Interanual)	5.7	7.3	6.0	6.3	6.5	2.3	7.3	5.2	5.7	6.2	-1.9	5.9	3.4
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	1822	1832	2175	2234	2234	2561	2159	1922	2046	2046	2200
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	-15.5	-6.4	8.0	11.6	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	7.5
Tipo de cambio real (Var. % interanual)	-1.0	1.8	-4.7	-1.7	2.0	1.8	1.8	15.4	10.0	-7.0	-1.7	-1.7	...
Sector Monetario													
Base monetaria (% Var. Interanual)	19.9	12.9	7.5	9.4	20.3	14.3	12.9	7.4	8.7	5.2	3.5	8.1	5.3
M3 (% Var. Interanual)	17.8	15.5	12.6	14.1	16.2	19.1	15.5	10.4	11.7	8.2	6.5	14.1	11.3
Tasa Banco Central (REPO, fin de per.)	9.5	9.5	9.75	9.75	10.00	9.50	9.5	7.00	4.50	4.00	4.00	4.0	4.5
Tasa de corto plazo (fin de periodo)	9.01	10.33	9.53	9.92	10.05	10.33	10.3	8.13	4.75	4.25	4.25	4.8	8.0
Tasa de largo plazo (fin de periodo)	10.3	12.5	11.60	12.50	12.01	12.50	12.5	12.00	11.50	11.00	11.00	7.8	10.5
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.2	-1.9	-2.7	-5.0	-2.8	-1.9	-1.4	-1.1	-1.1	-3.7	-2.7
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.8	-1.3	-1.3	-1.6	-2.7	-6.8	-1.0	-1.0	-1.4	-4.9	-8.4	-5.4
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.4	1.1	0.3	-1.0	0.8	0.1	0.7	0.3	-3.5	-2.4	1.5
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	29.4	37.1	8.5	10.3	10.1	8.3	37.1	7.5	7.8	8.3	4.0	27.6	38.7
Exportaciones tradicionales	14.2	20.0	4.6	5.9	5.7	3.8	20.0	3.6	4.2	4.7	1.1	13.6	19.7
Exportaciones no tradicionales	15.2	17.1	3.9	4.4	4.3	4.5	17.1	3.8	3.7	3.6	3.0	14.0	18.9
Importaciones F.O.B. (USD mM)	30.1	36.3	8.1	9.2	9.8	9.2	36.3	7.4	7.0	7.9	7.7	30.0	37.1
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-3.1	-0.6	-0.5	-0.7	-1.0	-2.8	-2.4
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.3	1.4	1.5	1.4	5.5	1.2	1.1	1.1	1.3	4.6	3.5
Inversión extranjera directa (USD mM)	9.0	10.6	2.9	2.5	2.6	2.6	10.6	2.3	2.9	1.3	0.5	7.0	6.2
Términos de intercambio (% Var. Interanual)	2.7	13.3	11.7	12.4	18.0	5.2	13.3	6.1	10.0	3.0	-9.0	-4.1	1.5
Reservas internacionales (USD mM)	20.9	24.0	22.1	22.8	24.1	24.0	24.0	23.8	23.7	25.1	23.2	23.2	18.0
Cobertura de las importaciones	7.9	7.9	7.3	7.6	8.0	7.9	7.9	9.5	9.5	9.4	9.3	9.3	5.8
Sector Público													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	0.9	...	...	...	...	-0.6	-1.7
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	0.0	-0.1	-0.8	-1.4	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.0	-4.3
Bal. primario del SPC (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	0.1
Bal. del SPC (% del PIB)	-0.6	-0.1	0.6	0.8	0.5	-2.0	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.6	-3.7
Ingresos del Gobierno Central (% del PIB)	18.1	15.7	4.2	4.2	3.6	3.7	15.7	3.4	4.1	4.1	4.2	15.8	14.5
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.4	18.9	18.4	18.5	18.5	18.9	18.9	20.2	20.0	22.1	...	24.1	25.0
Pública (% del PIB)	13.8	12.2	12.0	11.9	11.6	12.0	12.0	13.2	13.4	15.1	...	16.3	13.0
Privada (% del PIB)	7.7	6.9	6.4	6.6	6.9	6.9	6.9	7.0	6.6	7.0	...	7.8	12.0
Deuda del Gobierno(% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	34.8	33.9	35.2	36.4	36.4	38.4	36.5	...	...	43.2	...
Interna (% del PIB)	25.5	24.9	25.0	24.3	24.3	24.9	24.9	24.9	24.9	...	...	31.0	...
Externa (% del PIB)	11.0	11.5	9.9	9.6	10.9	11.5	11.5	13.5	11.6	...	...	12.2	...
Amortizaciones d externa (USD mM)	6.7	5.1	2.1	0.9	1.0	1.0	5.1	1.5	1.5	1.5	1.5	5.8	...
Pagos intereses de la d externa (USD mM)	2.8	2.9	0.8	0.7	0.7	0.7	2.9	0.8	0.8	0.8	0.8	3.1	...
Servicio d externa (% X de bns. y svs.)	30.9	21.5	33.3	15.1	16.2	20.2	21.5	29.0	24.3	24.3	24.3	24.3	...
Servicio d externa pública (% X de bns. y svs.)	16.0	12.4	24.2	7.0	9.3	8.6	12.4	14.4	12.0	12.0	12.0	12.0	...
Servicio d externa pública (% del PIB)	2.4	1.9	3.6	1.1	1.5	1.4	1.9	2.2	2.0	1.9	2.0	2.0	...
Balance Ahorro-Inversión													
Ahorro (% del PIB)	23.2	24.8	24.9	25.7	26.0	22.5	24.8	23.2	23.5	23.8	22.1	22.9	24.7
Inversión (% del PIB)	26.0	27.6	26.9	27.6	28.6	27.4	27.6	26.7	27.4	27.3	26.0	26.9	27.4
Remesas de los Trabajadores (USD mM)	4.5	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	5.0

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Estados financieros*

	Nov-09 (a)	Oct-09	Nov-08 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	203,336	199,741	184,998	7.4%
Disponible	16,041	13,379	14,847	5.5%
Inversiones	44,613	44,375	31,601	37.9%
Cartera Neta	121,804	121,094	120,815	-1.5%
Consumo Bruta	35,491	34,820	34,869	-0.6%
Comercial Bruta	78,861	78,999	79,205	-2.7%
Vivienda Bruta	10,712	10,433	9,942	5.2%
Microcrédito Bruta	3,559	3,537	2,603	33.6%
Provisiones**	6,819	6,695	5,804	14.8%
Consumo	2,692	2,714	2,447	7.5%
Comercial	3,645	3,488	2,967	20.0%
Vivienda	335	335	289	13.0%
Microcrédito	147	157	101	43.2%
Otros	20,878	20,893	17,735	15.0%
Pasivo	177,608	174,419	164,385	5.5%
Depósitos y Exigibilidades	141,404	137,915	128,331	7.6%
Cuentas de Ahorro	67,365	66,419	59,896	9.9%
CDT	43,739	43,792	42,330	0.9%
Cuentas Corrientes	25,471	23,137	21,368	16.4%
Otros	4,828	4,567	4,737	-0.4%
Otros pasivos	36,204	36,503	36,054	-1.9%
Patrimonio	25,727	25,322	20,613	21.9%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	4,148	3,810	3,902	3.8%
Ingresos por intereses	17,401	15,152	16,226	-0.8%
Gastos por intereses	7,445	5,151	5,721	-5.8%
Margen neto de Intereses	9,947	9,077	9,414	3.2%
Ingresos netos diferentes de Intereses	7,467	6,550	7,329	-0.5%
Margen Financiero Bruto	17,414	15,628	16,743	1.6%
Costos Administrativos	7,553	6,852	7,852	-6.0%
Provisiones Netas de Recuperación	3,146	2,717	2,729	12.6%
Margen Operacional	6,715	11,492	11,619	9.4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4.33	4.31	4.09	0.24
Consumo	7.28	7.38	7.81	-0.53
Comercial	2.90	2.84	2.34	0.56
Vivienda	4.51	4.57	4.20	0.31
Microcrédito	6.14	6.28	7.25	-1.11
Cubrimiento**	122.40	121.46	111.99	10.40
Consumo	104.16	105.67	89.82	14.34
Comercial	159.50	155.41	160.21	-0.71
Vivienda	69.25	70.31	69.30	-0.04
Microcrédito	67.48	70.62	53.28	14.20
ROA	2.26%	2.26%	2.50%	-0.2%
ROE	18.85%	19.06%	22.23%	-3.4%
Solvencia	N.D.	15.17%	13.05%	N.D.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

*Datos mensuales a noviembre de 2009 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.