

3 de julio de 2012

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

El enorme costo del riesgo de tasa de interés para la sostenibilidad de la deuda

Resumen. La sostenibilidad fiscal en las economías avanzadas desmejoró durante la recesión de 2007-2009 y la recuperación posterior. El deterioro fue consecuencia de una mayor emisión de deuda pública, una tendencia al estancamiento de la actividad económica, un mayor costo de la financiación para algunos gobiernos y el rescate del sector financiero. Por estas razones sus balances fiscales desmejoraron y las deudas públicas aumentaron de manera desproporcionada.

En las economías de la periferia europea los riesgos de tasa de interés y liquidez de las obligaciones gubernamentales se materializaron después de la gran recesión. Al aumentar desproporcionadamente las deudas públicas, los mercados perdieron confianza en su sostenibilidad. Por eso incrementaron las tasas de interés de las obligaciones de los países menos sólidos. Las mayores tasas estrecharon su acceso a los mercados de capital, lo cual dificultó la refinanciación y rotación de las deudas. Esto minó la solvencia gubernamental, lo cual comprometió la sostenibilidad de las deudas.

En otras economías avanzadas los riesgos de tasa de interés y de liquidez no han cristalizado, por el exceso de demanda que hay alrededor del mundo por sus deudas como activo refugio y porque sus propios bancos centrales las demandan para proveer liquidez a los mercados y mantener bajas las tasas de interés de largo plazo. Sin embargo, por las dimensiones que han alcanzado y la fragilidad de los acuerdos sobre la política fiscal, su sostenibilidad es vulnerable al cambio de sentimiento de los inversionistas.

En Colombia también la gran recesión desestabilizó la deuda pública y alteró de manera adversa su sostenibilidad. Sin embargo, como ocurrió en otros países en desarrollo, la estabilización y el regreso de la deuda a una trayectoria sostenible se lograron más rápido. En consecuencia, a pesar de los episodios de aversión internacional al riesgo, la deuda colombiana se apreció ligeramente.

La sostenibilidad de la deuda pública las economías emergentes no desmejoró mucho porque su demanda interna no se resintió tanto como en las avanzadas. El sector privado no estaba tan endeudado, no hubo crisis hipotecaria que originara pérdidas de riqueza a los hogares, ni sus miembros perdieron el empleo en la misma proporción que en las avanzadas. Los sistemas financieros en la mayoría de los países emergentes no habían incurrido en inversiones especulativas con activos sofisticados, ni sus directivos tuvieron los conflictos de intereses que fueron evidentes en los de las economías avanzadas, que los llevaron a asumir mucho riesgo. Además, antes de la recesión la política monetaria hizo el tránsito a una postura neutral, que evitó un excesivo endeudamiento privado y permitió a los participantes en los mercados financieros dimensionar adecuadamente los riesgos. Por estos motivos, los sistemas financieros en estas economías no se quebraron ni se congelaron los mercados de crédito. Gracias a ello no hubo que rescatarlos ni descongelarlos con fondos públicos. Como las deudas no crecieron de manera exagerada y volvieron a ser sostenibles muy pronto, los mercados no las desvalorizaron ni cerraron el acceso a los gobiernos.

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

El enorme costo del riesgo de tasa de interés para la sostenibilidad de la deuda

Miguel Medellín La gran recesión de 2007-2009 desestabilizó las deudas públicas de la mayoría de los países alrededor del mundo, llevando muchas a trayectorias insostenibles. Las de las economías avanzadas –Estados Unidos, la Unión Europea y Japón– sufrieron los mayores descarrilamientos, con la consecuencia de que todavía no han recuperado la sostenibilidad¹, ni lo harán probablemente en el próximo lustro. Por las dimensiones que alcanzaron las deudas, en la actualidad enfrentan unos riesgos muy altos de tasa de interés y de liquidez, que las hacen muy vulnerables a los cambios de sentimiento de los mercados. En contraste, gran parte de las deudas de las economías emergentes y en desarrollo –incluidas muchas latinoamericanas– se estabilizaron pronto y están de regreso a sendas sostenibles. Por tanto, hoy tienen menores riesgos de liquidez y de tasa de interés.

Carlos Díaz

Felipe Ordoñez

Isabel Mejía

Fabián Ríos

Estos riesgos no se han materializado en las economías avanzadas más grandes – Estados Unidos, Japón, Alemania y el reino Unido–, por una parte, por el exceso de demanda de su deuda pública como activo refugio alrededor del mundo. Y por otra, por las compras de sus bancos centrales, para proveer liquidez a la economía y presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo, en un esfuerzo para estimular el gasto privado. Por la vía de menores tasas de interés en los mercados secundarios, los inversionistas han premiado las fortalezas estructurales de esas economías, otorgándoles unas bajas tasas de interés, que se encuentran en mínimos históricos. Gracias a ellas, estas economías han podido preservar la sostenibilidad de sus deudas, a pesar de los altos niveles que han alcanzado.

En contraste, los mercados castigaron las debilidades estructurales de los países de la periferia de Europa –Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España–, que se develaron durante la recesión. En el caso de estas economías las mayores tasas de interés reclamadas por los inversionistas sobre sus deudas públicas las hicieron insostenibles, en niveles similares a los de las avanzadas más grandes. Si las deudas de los países periféricos en Europa tuvieran una preferencia similar a las de las economías grandes, habrían preservado su sostenibilidad. Por eso hoy los miembros de la Unión Europea discuten la conveniencia de que las instituciones creadas para dar apoyo a los bancos y los gobiernos de esa región, compren deuda de las economías más frágiles, para tratar de reducir sus tasas de interés. Otras opciones para asegurar la sostenibilidad serían

¹ La sostenibilidad consiste en que el saldo las obligaciones de los gobiernos deber ser servido puntualmente por ellos, para lo cual éstos deben ser solventes y tener la liquidez necesaria. La solvencia requiere el cumplimiento de la restricción presupuestaria que establece que el valor presente de los balances primarios debe igualar al del saldo de la deuda. Banco Central Europeo, Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro, Boletín Mensual, Abril de 2012.

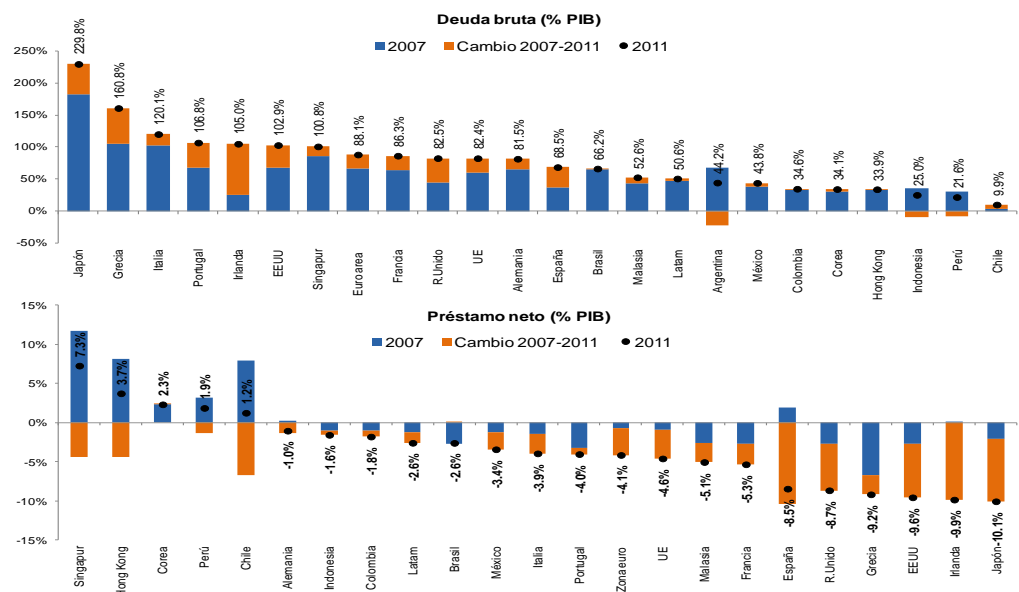
acelerar el crecimiento económico o recortar el valor de las deudas. Sin duda las economías periféricas necesitan reformas estructurales para mejorar su productividad y competitividad, pero llevarlas a cabo toma tiempo y sus resultados no son inmediatos. Por esta razón, recientemente los miembros de la Unión Monetaria aprobaron un programa para estimular el crecimiento por EUR 130 mil millones. La alternativa de recortar el valor de las deudas parece políticamente menos viable. La mejora estructural de esas economías requiere también completar la Unión Monetaria con otra fiscal y financiera y con unas instituciones comunitarias más fuertes, que puedan asegurar que todos los países cumplan los compromisos que adquieren.

Para aclarar las razones que explican los resultados paradójicos de la sostenibilidad de las deudas públicas después de la recesión, en esta Semana Económica examinamos la evolución de las correspondientes a algunas de las economías avanzadas más grandes y las comparamos con la de Colombia.

La recesión deterioró la sostenibilidad de la deuda pública

La sostenibilidad de la deuda pública en las economías avanzadas desmejoró durante la recesión de 2007-2009 y la recuperación posterior. El deterioro fue consecuencia de una mayor emisión de deuda pública, una tendencia al estancamiento de la actividad económica, un mayor costo de la financiación para algunos gobiernos y la creciente inestabilidad financiera. En este período los balances fiscales empeoraron por causa de las estrategias gubernamentales para sostener la demanda y por el apoyo a los sistemas financieros. Por estas razones en esas economías los balances fiscales desmejoraron y las deudas públicas aumentaron de manera desproporcionada (Gráfico 1).

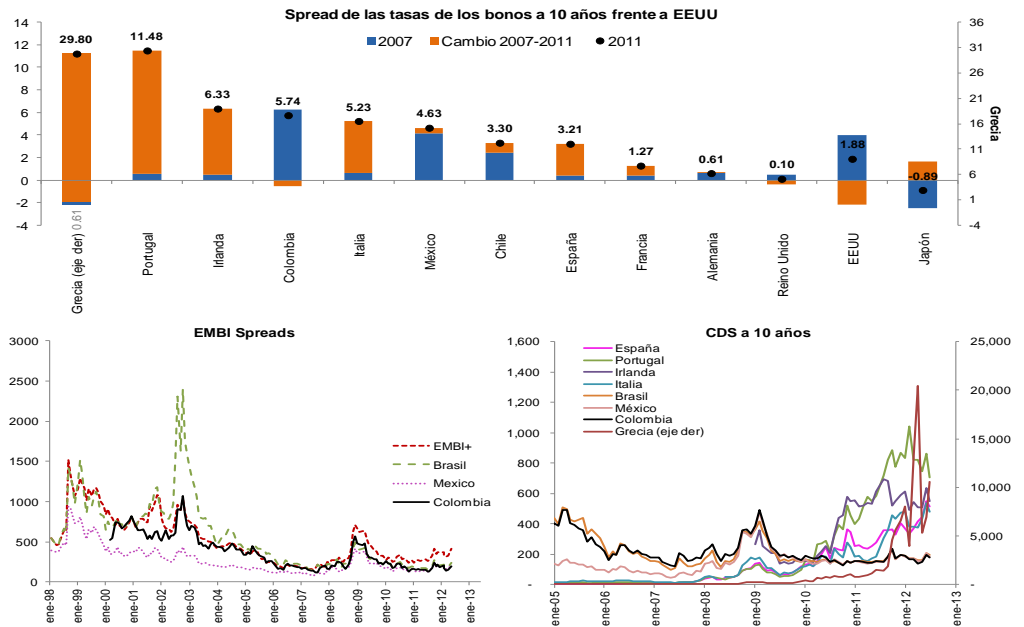
Gráfico 1. Evolución de los balances fiscales y las deudas públicas de economías seleccionadas



Fuente: FMI – Cálculos de Asobancaria.

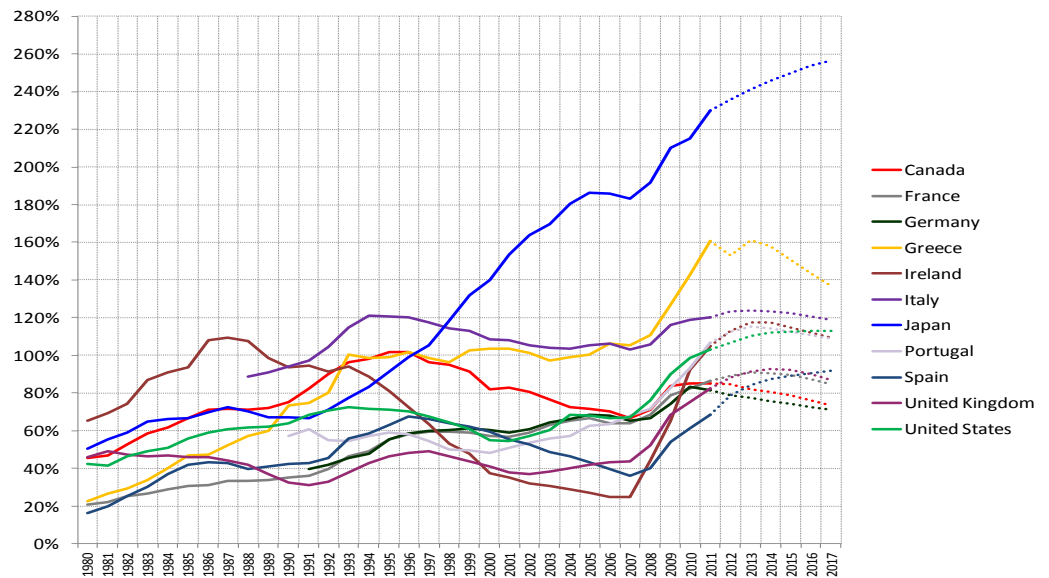
En la mayoría de los casos los mercados castigaron el deterioro de la sostenibilidad de las deudas exigiendo una compensación más alta por el mayor riesgo soberano (Gráfico 2). El mayor tamaño de la deuda y su costo más alto deterioraron en algunas oportunidades la solvencia pública y en otras comprometieron la liquidez de los gobiernos para servir sus obligaciones.

Gráfico 2. Diferencia entre los bonos a diez años de cada país y los de Estados Unidos, spreads EMBI y CDS



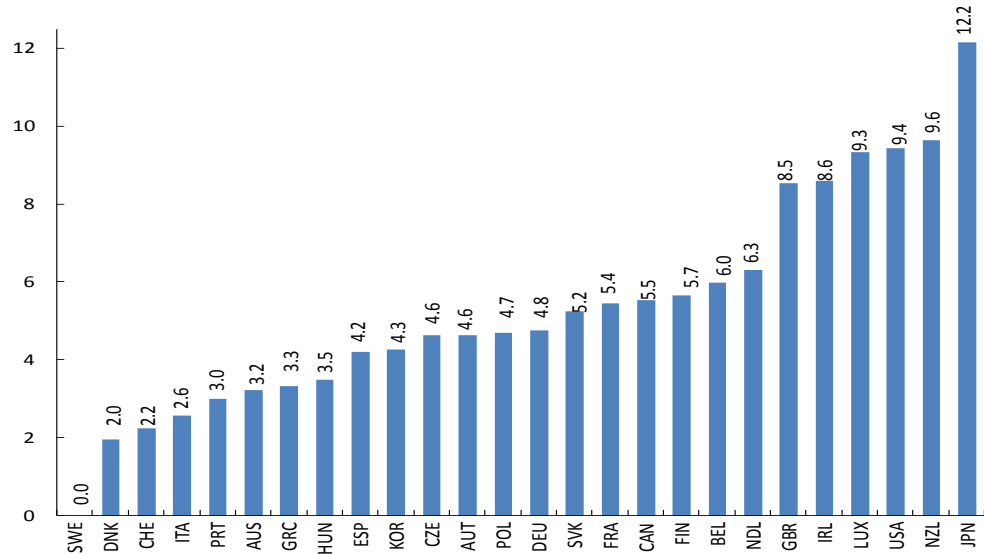
Fuente: Bloomberg – JP Morgan – Cálculos de Asobancaria.

Gráfico 3. Deuda pública bruta de economías avanzadas (% del PIB)



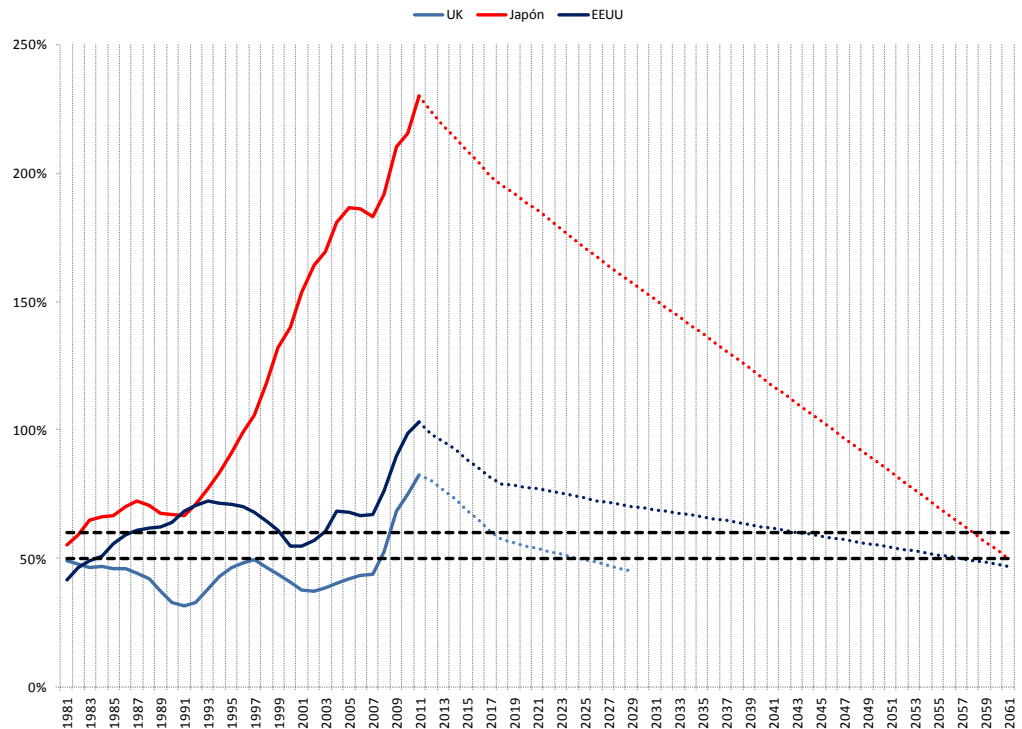
Fuente: FMI.

Gráfico 4. Esfuerzo necesario inmediato en el balance primario para lograr una deuda pública de 50% del PIB en 2050 (% del PIB)



Fuente: OECD

Gráfico 5. Convergencia de la deuda de economías avanzadas seleccionadas a 50%-60% del PIB)



Fuente: Bloomberg – FMI – Cálculos de Asobancaria.

El lento crecimiento económico y los elevados déficit primarios mantendrán en niveles riesgosos las deudas de un gran número de economías avanzadas en el mediano plazo,

inclusive en el evento de que logren estabilizarlas (Gráfico 3). En estas condiciones sus trayectorias pueden desviarse ante choques desfavorables en la actividad económica mundial o cambios en el sentimiento de los mercados. Por tanto, esas economías deben llevar a cabo una consolidación fiscal que mejore la sostenibilidad de sus obligaciones y mitigue el alto riesgo de tasa de interés que enfrentan. Para lograrlo, es prudente que se empeñen en llevarlas a valores en un rango entre 50 % y 60% del PIB (OECD, 2012; IMF, 2012). Este propósito demanda un esfuerzo exigente para algunas de ellas. Aún con un ajuste en el déficit primario como el supuesto en el Gráfico 4, los saldos de la deuda regresarían a esos niveles apenas hacia el año 2020 en el Reino Unido, 2050 en los Estados Unidos y 2060 en Japón (como ilustra el Gráfico 5). Para implementar el ajuste, los gobiernos pueden aumentar los impuestos menos distorsionantes y más progresivos y reformar los sistemas de pensiones y salud pública.

En la periferia europea se materializó el riesgo de tasa de interés

En las economías de la periferia europea los riesgos de tasa de interés y liquidez se materializaron después de la gran recesión. Al aumentar desproporcionadamente las deudas públicas, los mercados perdieron confianza en su sostenibilidad. Por eso incrementaron las tasas de interés de las obligaciones de los países menos sólidos. Las mayores tasas estrecharon su acceso a los mercados de capital, lo cual dificultó la refinanciación y rotación de las deudas. Esto minó la solvencia gubernamental.

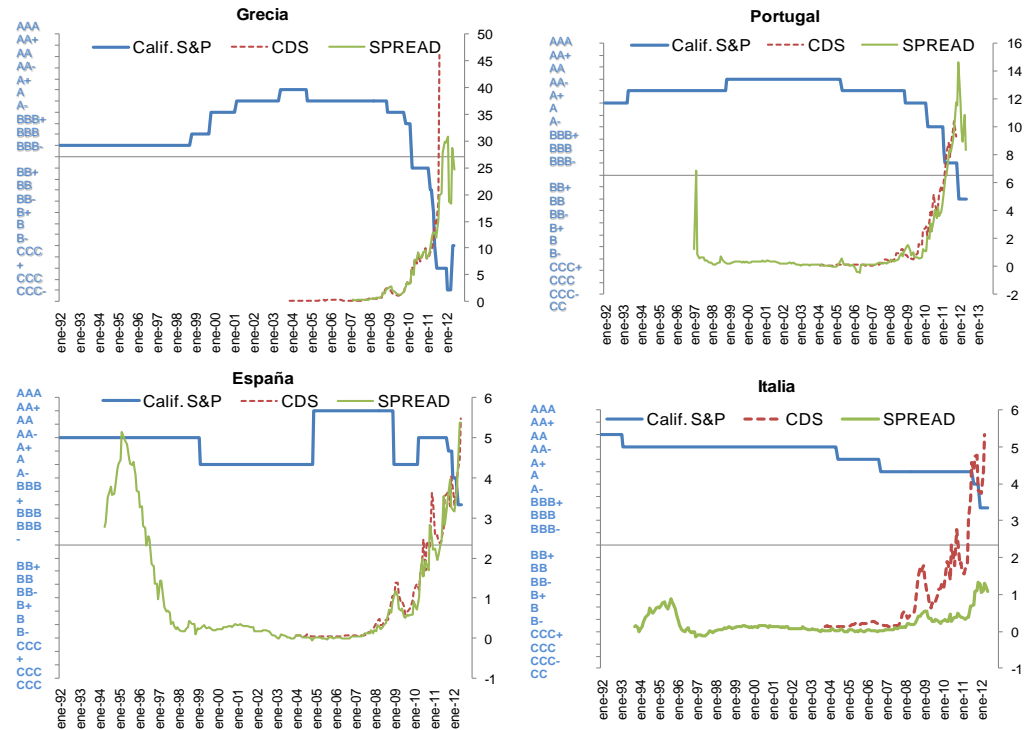
La debilidad de sus sistemas financieros se agudizó por el incremento de las obligaciones en mora y por la depreciación de la deuda pública, que erosionaron sus activos. Para respaldar sus pasivos, las instituciones financieras requirieron mayor capital. Pero el deterioro de sus balances les estrechó el acceso a los mercados. Por este motivo, los bancos requieren capitalización con fondos públicos y de las instituciones europeas. La magnitud del capital adicional generó dudas sobre la capacidad de los gobiernos para proveerlo, sin afectar la sostenibilidad de sus deudas.

El deterioro de los balances de los intermediarios financieros transmitió la crisis fiscal de las economías pequeñas a los bancos y de éstos a algunas grandes, por las dudas sobre su capacidad para capitalizarlos. El círculo vicioso entre la desvalorización de la deuda pública y de los activos de los bancos, la necesidad de capitalización de éstos con fondos gubernamentales y el impacto de este apoyo sobre la sostenibilidad fiscal, ha sometido la deuda de los gobiernos y de los bancos a la presión de los mercados.

La degradación de las calificaciones y el aumento de las tasas de la deuda pública de las economías de la periferia europea (Gráfico 6) hicieron evidente que eran estructural e institucionalmente distintas y que su riesgo soberano no era el mismo que el de las más sólidas. El respaldo implícito de las deudas por la Zona Euro les permitió a todos sus miembros un acceso amplio y barato a los mercados de capital, a las tasas correspondientes a los más fuertes. En consecuencia, algunos de los más frágiles se endeudaron en exceso. Cuando sus debilidades estructurales se manifestaron durante la

crisis, el incremento de sus primas de riesgo ayudó a volver insostenibles sus deudas en niveles similares a los de otras economías avanzadas.

Gráfico 6. Calificaciones de Standard & Poor's, CDS y spreads de economías europeas seleccionadas²



Fuente: Bloomberg – Standard & Poor's

En otras economías avanzadas el exceso de demanda por deuda pública evitó el riesgo de tasa de interés

En Japón el riesgo de tasa de interés no se ha materializado porque los tenedores de la deuda son en su mayoría sus propios ciudadanos, lo cual ha prevenido la pérdida de confianza. En Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania este riesgo tampoco ha cristalizado por la gran demanda que tiene sus deudas públicas como activo seguro, por parte de los inversionistas institucionales y los bancos centrales alrededor del mundo, incluyendo los de sus propios países.

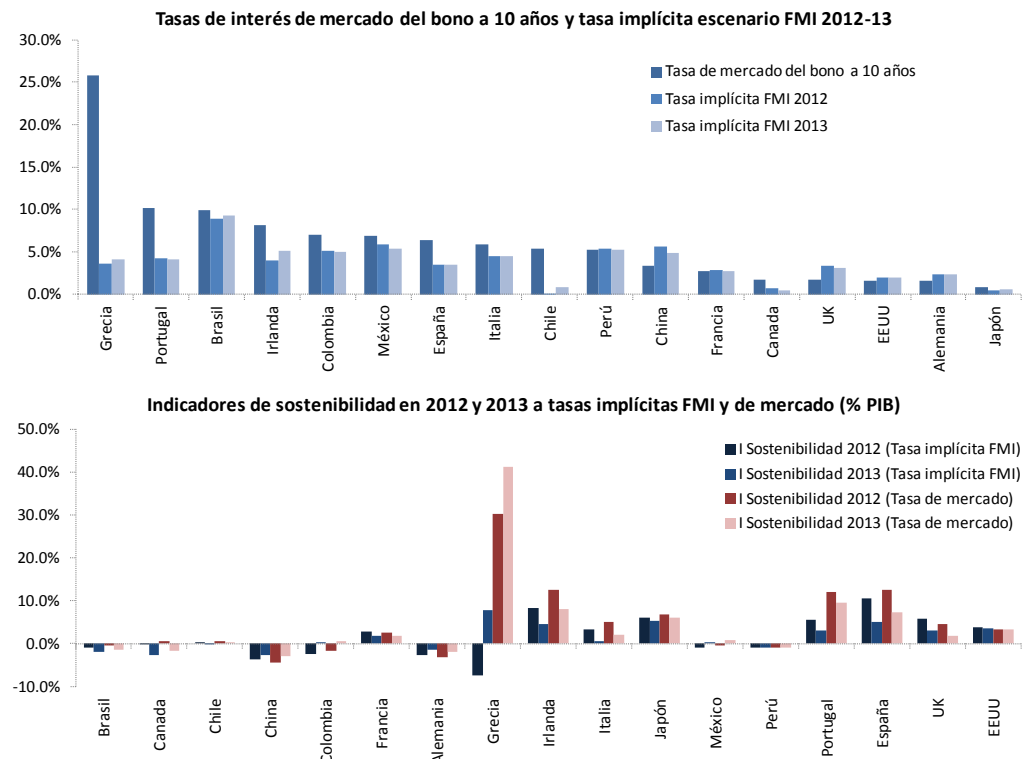
² El SPREAD es la diferencia entre la tasa de interés del bono a diez años de cada una de las economías en el mercado secundario y el de los Estados Unidos. El Credit Default Swap (CDS) es un contrato en el cual el vendedor se compromete a compensar al comprador en el caso en el cual haya una moratoria o un evento crediticio sobre la deuda asegurada. El comprador paga un porcentaje de la obligación asegurada. En caso de moratoria o evento crediticio, el vendedor se queda con las obligaciones y paga al comprador el porcentaje de ellas acordado.

Las bajas tasas de interés de las obligaciones de estos países les han permitido, por una parte, financiar sus abultados desbalances fiscales y rotar y servir sus deudas públicas sin enfrentar problemas de liquidez ni de solvencia. Y por otra, también les han posibilitado demorar la consolidación fiscal después de la recesión, para sostener su demanda interna con base en los estímulos públicos, ante a la postración del gasto privado. Sin embargo, la demora ha limitado el espacio que tienen para acometer estímulos fiscales adicionales, en el caso de enfrentar desaceleraciones abruptas de la actividad económica. Por otra parte, la sostenibilidad de las deudas de estos países se ha hecho muy vulnerable a un cambio de sentimiento de los mercados, por la magnitud que han alcanzado sus saldos y por la fragilidad de los acuerdos domésticos sobre las políticas fiscales.

La importancia de la favorabilidad de los mercados

La comparación de los casos de las deudas soberanas de los Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y Alemania, con los de las economías de la periferia europea resalta la importancia de contar con el sentimiento favorable de los mercados, para preservar la sostenibilidad, cuando sus niveles han aumentado mucho. A manera de ilustración, en seguida describimos los resultados de nuestros cálculos.

Gráfico 7. Tasas de interés de la deuda pública a diez años en el mercado secundario, tasas implícitas en las proyecciones del FMI e índice de sostenibilidad



Fuente: Bloomberg – FMI – Cálculos de Asobancaria.

En la mayoría de los casos los mercados son un poco menos optimistas que los organismos multilaterales y los gobiernos en la evaluación de la sostenibilidad de las deudas. El panel superior del Gráfico 7 ilustra la diferencia entre las tasas implícitas de la deuda pública de varias economías en las proyecciones del FMI y las de sus bonos a diez años en los mercados secundarios. En el caso de las economías de la periferia europea y en los de algunas latinoamericanas, los mercados son mucho más severos. En cambio, por las causas anotadas y por los episodios de aversión internacional al riesgo, los mercados son mucho más benévulos con las de las economías avanzadas más grandes. Mientras que las tasas de mercado no perjudican la sostenibilidad de la deuda³ en estas economías, sí lo hacen en las de la periferia de Europa, como muestra el panel inferior de ese Gráfico.

A las tasas del mercado, las economías de la periferia europea deberían recortar considerablemente sus deudas en los próximos dos años para hacerlas converger a trayectorias estrictamente sostenibles. La magnitud de estos recortes puede apreciarse en el panel bajo del Gráfico 7, por las barras de color rojo para 2012 y rosado para 2013. Nótese que en el caso de Estados Unidos y el Reino Unido los recortes pertinentes a la deuda a tasas de mercado son considerablemente menores. En contraste, por la magnitud mucho menor de sus deudas, pagando tasas inclusive mayores que las de las economías avanzadas privilegiadas por los mercados, la mayoría de las latinoamericanas –incluida la colombiana– podrían incrementarlas ligeramente sin perturbar su sostenibilidad.

A pesar de tener el favor de los mercados, por las dimensiones alcanzadas por las deudas de las economías avanzadas privilegiadas, no están exentas de sufrir el contagio de un desenlace dramático de la crisis europea. En este caso, por una parte, su crecimiento económico se resentiría. Y por otra, como su deuda se incrementaría, los mercados podrían desvalorizarla, con lo cual se podría materializar el riesgo de tasa de interés. En conjunto, ambos choques desviarían la deuda de sus trayectorias previstas, desmejorando su sostenibilidad, como ilustra el Gráfico 8. En éste las líneas punteadas rojas son la desviación producida por el efecto conjunto de una disminución del crecimiento y de un incremento de la tasa de interés del bono a diez años, en las trayectorias de la deuda de cada una de las economías y en sus índices de sostenibilidad. La sostenibilidad se recupera pronto porque en las simulaciones los

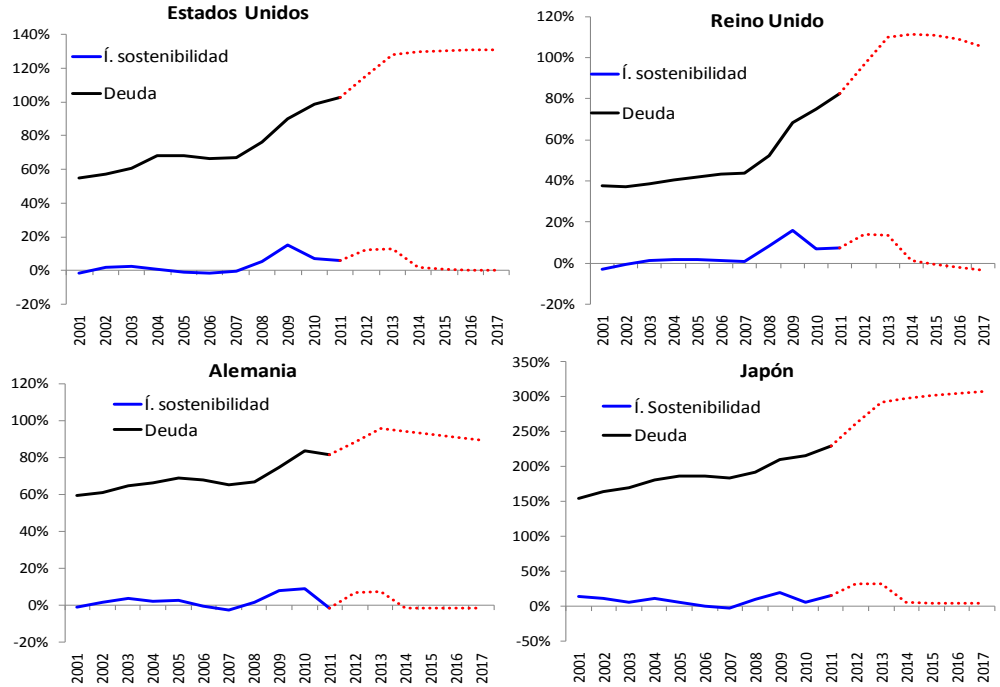
³ El indicador de sostenibilidad que usamos tiene la siguiente fórmula:

$$I_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} + c_t - s_t$$

donde I_t es el indicador; i_t es la tasa de interés efectiva que se paga sobre la deuda bruta, calculada como los intereses pagados en el periodo t sobre el saldo de la deuda bruta en el periodo $t - 1$; g_t es el crecimiento del PIB; b_{t-1} es el saldo de la deuda bruta sobre PIB en el periodo anterior; c_t son los contingentes no incluidos en el balance del Gobierno (por ejemplo rescates financieros, variaciones de tipo de cambio que afecten el saldo de deuda externa, ingresos por privatizaciones, etc.); s_t es el balance primario o saldo primario del gobierno general (que puede ser negativo en caso de déficit o positivo en caso de superávit).

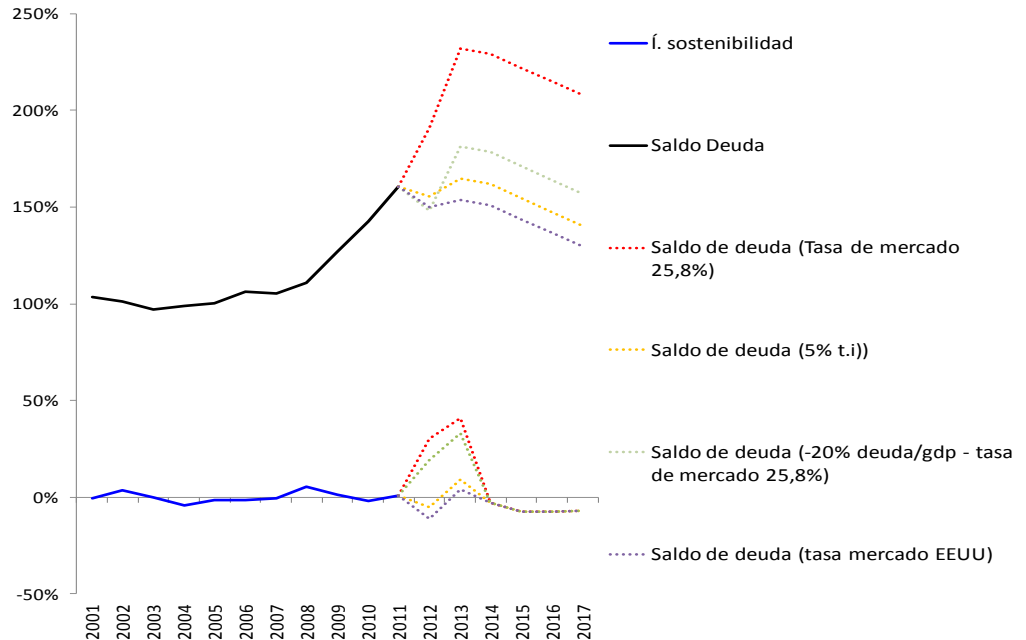
choques son temporales, con una duración de apenas dos años. Después las tasas de interés y de crecimiento económico recuperarían sus valores usuales.

Gráfico 8. Deuda pública bruta e indicador de sostenibilidad para economías avanzadas seleccionadas (% del PIB)



Fuente: Bloomberg – FMI – Cálculos de Asobancaria.

Gráfico 9. Deuda pública bruta e indicador de sostenibilidad de Grecia (% del PIB)

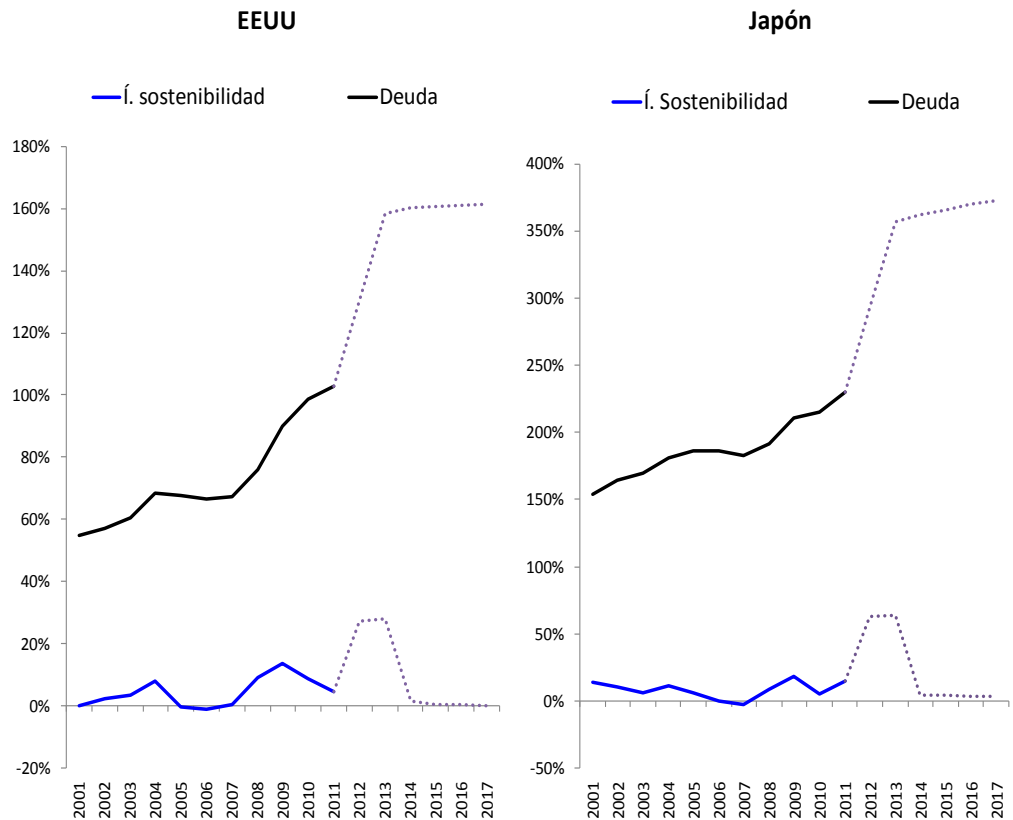


Fuente: Bloomberg – FMI – Cálculos de Asobancaria.

Para una economía perder la confianza de los mercados en la sostenibilidad de su deuda puede ser catastrófico, como fue el caso de Grecia. Por ejemplo, si la deuda de este país tuviera que soportar durante dos años las tasas de interés que en la actualidad le asignan los mercados (25,8% para el bono a diez años), el saldo de ésta aumentaría en 71% del PIB en ese lapso (como muestra la línea roja punteada del Gráfico 9), antes de comenzar a disminuir. A semejantes tasas, su deuda sería insostenible. Si recuperara credibilidad en los mercados y éstos premiaran su deuda con una tasa de 5%, ésta recuperaría rápidamente su sostenibilidad (como indica la línea amarilla punteada del Gráfico). Esta resultaría favorecida en mayor proporción si las obligaciones griegas tuvieran la tasa del mercado secundario de Estados Unidos, es decir, si fueran un activo refugio (línea punteada morada). En este caso también la sostenibilidad se recupera pronto porque los choques permanecen apenas dos años.

Para las economías hoy privilegiadas por los mercados, perder su confianza sería dramático. Por ejemplo, si los estados Unidos y Japón perdieran credibilidad y, en consecuencia tuvieran que pagar una tasa de interés sobre sus deudas similar a la que se asignan hoy los mercados a las obligaciones de Grecia (25,8%), entonces sus deudas aumentarían de manera desproporcionada, de modo que serían insostenibles (como muestran las líneas punteadas moradas del Gráfico 10).

Gráfico 9. Deuda pública bruta e indicador de sostenibilidad de Estados Unidos y Japón (% del PIB)



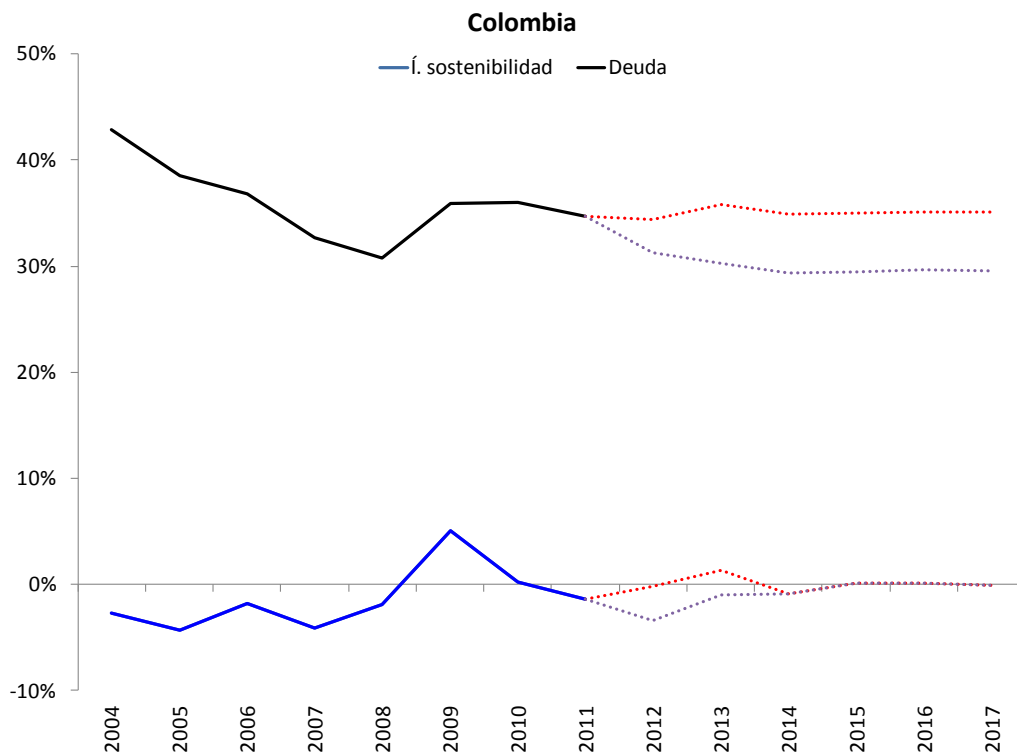
Fuente: Bloomberg – FMI – Cálculos de Asobancaria.

El impacto desestabilizador de la recesión sobre la deuda colombiana fue mínimo

A semejanza de lo ocurrido en las economías avanzadas y en otras emergentes, en Colombia también la gran recesión de 2007-2009 desestabilizó la deuda pública y alteró de manera adversa su sostenibilidad. Sin embargo, como ocurrió en otros países en desarrollo, el impacto desestabilizador en Colombia fue mucho menor (Gráfico 10). Entre 2007 y 2011 la deuda pública bruta se incrementó apenas 2 puntos del PIB, llegando a 34,7% de éste. La estabilización y la convergencia de la deuda de regreso a una trayectoria sostenible se lograron más rápido. Gracias al tránsito a una postura monetaria estimulante, la economía colombiana pudo reactivarse sin necesidad de un estímulo fiscal cuantioso, para el cual no contaba con mucho espacio. En consecuencia, a pesar de los episodios de aversión internacional al riesgo, la deuda colombiana se apreció ligeramente.

Sin embargo, la deuda colombiana no está exenta de sufrir el contagio de un choque internacional adverso, que desacelerara la actividad económica mundial y generara aversión al riesgo. En ese caso, la sostenibilidad de la deuda se perjudicaría, por el menor crecimiento doméstico y las mayores primas de riesgo (como muestran las líneas rojas punteadas del Gráfico 10).

Gráfico 10. Deuda pública bruta e indicador de sostenibilidad para Colombia (% del PIB)



Fuente: FMI – Cálculos de Asobancaria.

Si Colombia llevara a cabo la infinidad de transformaciones estructurales que le permitieran convertirse en una economía avanzada, sin duda su prima de riesgo disminuiría, con lo cual la sostenibilidad de la deuda resultaría favorecida (como sugieren las líneas moradas punteadas en el Gráfico 10, que corresponden a las sendas de deuda y del indicador de sostenibilidad usando la tasa de los bonos a 10 años de Estados Unidos).

Las particularidades de los patrones seguidos por la deuda pública en muchas de las economías emergentes radican, por una parte, en que su demanda interna no se resintió tanto como en las avanzadas. El sector privado no estaba tan endeudado, no hubo crisis hipotecaria que originara pérdidas de riqueza a los hogares, ni sus miembros perdieron el empleo en la misma proporción que en las avanzadas. Por tanto, su capacidad de gasto no resultó muy afectada. En segundo lugar, los sistemas financieros en la mayoría de los países emergentes no habían incurrido en inversiones especulativas con activos sofisticados, ni sus directivos tuvieron los conflictos de intereses que fueron evidentes en los de las economías avanzadas, que los llevaron a asumir mucho riesgo. Además, antes de la recesión la política monetaria hizo el tránsito a una postura neutral, que evitó un excesivo endeudamiento privado y permitió a los participantes en los mercados financieros dimensionar adecuadamente los riesgos. Por estos motivos, en tercer lugar, los sistemas financieros en estas economías no se quebraron ni se congelaron los mercados de crédito. Gracias a ello no hubo necesidad de rescatarlos ni de descongelarlos con fondos públicos. Por último, como las deudas no crecieron de manera exagerada, en parte gracias a la rápida recuperación del crecimiento económico; y como volvieron a ser sostenibles muy pronto, los mercados no las desvalorizaron ni cerraron el acceso a los gobiernos. Por estas razones, no se materializaron los riesgos de tasa de interés y liquidez, que hubieran comprometido su sostenibilidad.

Consideraciones finales

Las deudas públicas de la mayoría de las economías se desviaron durante la recesión mundial de 2009-2009 y la recuperación posterior. Las de los países que conservaron acceso a los mercados de capital, gracias a que mantuvieron la confianza de los inversionistas, regresaron pronto a trayectorias sostenibles. Este fue el caso de las economías avanzadas más grandes –Estados Unidos, Alemania, Japón y el Reino Unido–, que gracias al exceso de demanda por sus títulos de deuda como activo refugio, gozan de unas tasas de interés que se encuentran en mínimos históricos en los mercados secundarios. A pesar de los niveles desproporcionados alcanzados por los saldos de sus obligaciones, las bajas tasas de interés les han permitido conservar la liquidez para servir las puntualmente, sin comprometer su solvencia.

A tasas mayores, pero con niveles muy inferiores, las economías emergentes y en desarrollo –incluidas muchas de América Latina– recuperaron pronto también la sostenibilidad de sus deudas, gracias a que conservaron e inclusive ampliaron su acceso a los mercados.

En contraste, las economías de la periferia de Europa –Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España– no han logrado asegurar la sostenibilidad de las suyas, debido a que perdieron el favor de los mercados, cuando éstos entendieron que ellas no eran estructuralmente ni institucionalmente fuertes, porque no habían convergido a los estándares de los países más sólidos de esa región. Las mayores tasas exigidas por los mercados tomaron insostenible el saldo de sus obligaciones en niveles similares a los que alcanzaron en las economías avanzadas más grandes. Para recuperar la sostenibilidad de sus deudas, es necesario que estas tasas se reduzcan, que se reactive el crecimiento o que se recorte el valor de las deudas. Estas posibilidades se discuten en la actualidad en la cumbre de autoridades europeas.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2009	2010	2011					2012				2013	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	504.6	543.7	147	152	155	161	616	161.2	169.8	171.0	177.8	679.8	746.9
PIB Nominal (USD B)	247	284	78	85	81	83	317	90.0	95.2	94.6	98.2	375.4	415.9
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	1.7	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9	4.7	5.0	4.2	5.0	4.7	5.4
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	2.0	3.2	3.2	3.2	3.7	3.7	3.7	3.4	3.3	3.0	3.5	3.5	2.9
Inflación básica (% Var. Interanual)	2.7	2.6	2.8	3.1	3.0	3.2	3.2	3.0	1.9	2.0	2.8	2.8	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2044	1914	1879	1780	1915	1943	1943	1792	1785	1808	1811	1811	1796
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-8.9	-6.4	(2.5)	-7.1	6.4	1.5	1.5	-4.7	0.2	1.6	-5.4	-6.8	-0.8
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.0	-3.1	-2.3	-2.5	-3.5	-3.1	-3.0	...	...	...	...	-2.9	...
Cuenta corriente (USD mmM)	-5.0	-8.9	-1.8	-2.2	-2.8	-2.5	-9.4	...	...	...	...	-9.4	...
Balanza comercial (USD mmM)	2.1	2.0	1.2	1.7	0.9	-0.6	3.2	1.4	...	...	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	32.6	39.5	12.5	14.5	14.2	0.3	41.5	15.2	...	...	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30.5	37.5	11.3	12.7	13.3	0.9	38.3	13.8	...	...	...	...	...
Servicios (neto)	-2.8	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	-4.2	...	...	...	...	...	...
Renta de los factores	-9.3	-11.9	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	-15.1	...	...	...	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	4.6	4.5	1.1	1.1	1.4	1.4	5.0	...	...	...	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mmM)	7.1	6.9	3.4	3.5	3.9	4.2	15.0	...	...	...	...	...	...
Sector Público (acumulado)													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	-1.1	-1.1	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	0.2	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-4.1	-3.9	0.6	1.3	0.9	-2.8	-2.8	...	...	...	...	-2.8	...
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	0.9	-0.1	...	...	...	...	0.1	...	...	...	...	0.1	...
Bal. del SPNF (% del PIB)	-2.4	-3.1	1.2	2.5	2.3	-1.8	-1.8	...	...	...	...	-1.7	...
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	22.7	22.4	20.4	20.7	21.7	22.8	22.8	...	...	...	...	...	...
Pública (% del PIB)	15.7	13.7	12.0	11.9	12.5	12.9	12.9	...	...	...	...	...	...
Privada (% del PIB)	7.0	8.7	8.4	8.8	9.2	10.0	10.0	...	...	...	...	...	...
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	37.7	38.4	36.3	34.2	35.1	...	37.6	...	...	...	...	...	...

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

Colombia. Estados financieros*

	may-12 (a)	abr-12	may-11 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	304.554	303.462	262.837	12,0%
Disponible	19.396	17.765	14.638	28,1%
Inversiones	57.809	58.008	53.680	4,1%
Cartera Neta	200.089	197.356	169.538	14,1%
Consumo Bruta	60.300	59.359	49.413	18,0%
Comercial Bruta	126.676	124.836	110.023	11,3%
Vivienda Bruta	16.553	16.514	13.285	20,5%
Microcrédito Bruta	5.841	5.763	4.834	16,8%
Provisiones**	9.282	9.116	8.017	11,9%
Consumo	3.780	3.660	2.926	24,9%
Comercial	4.796	4.765	4.469	3,8%
Vivienda	413	410	394	1,3%
Microcrédito	292	280	229	23,5%
Otros	27.260	30.334	24.980	5,5%
Pasivo	262.090	261.260	228.095	11,1%
Depósitos y Exigibilidades	197.227	194.378	167.828	13,6%
Cuentas de Ahorro	98.081	96.338	86.636	9,4%
CDT	59.419	57.466	45.587	26,0%
Cuentas Corrientes	33.028	33.873	29.383	8,7%
Otros	6.699	6.701	6.222	4,1%
Otros pasivos	64.863	66.882	60.267	4,0%
Patrimonio	42.464	42.202	34.742	18,2%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	2.939	2.503	2.470	15,0%
Ingresos por intereses	10.481	8.304	7.617	33,0%
Gastos por intereses	4.040	3.181	1.579	147,3%
Margen neto de Intereses	6.434	5.118	5.216	19,2%
Ingresos netos diferentes de Intereses	4.110	3.434	3.730	6,5%
Margen Financiero Bruto	10.543	8.552	8.946	13,9%
Costos Administrativos	4.786	3.811	4.314	7,3%
Provisiones Netas de Recuperación	1.280	968	807	53,3%
Margen Operacional	4.477	3.773	3.825	13,2%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	2,87	2,93	2,81	0,06
Consumo	4,83	4,91	4,50	0,33
Comercial	1,90	1,98	1,93	-0,03
Vivienda	2,53	2,51	3,14	-0,61
Microcrédito	4,50	4,41	4,67	-0,17
Cubrimiento**	158,33	154,16	165,09	-6,76
Consumo	129,77	125,69	131,63	-1,86
Comercial	199,13	192,49	210,60	-11,47
Vivienda	98,44	98,63	94,28	4,16
Microcrédito	111,14	110,19	101,40	9,74
ROA	2,16%	2,20%	2,12%	0,0%
ROE	16,02%	16,34%	16,16%	-0,1%
Solvencia	n.d	15,33%	14,26%	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 mayo del 2012 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.