

## Profundización Financiera y Fondo Bancario

Investigación elaborada por ANIF para  
el Banco de Bogotá \*

Julio de 2014

### *Resumen:*

Este trabajo aborda el análisis del fondeo del sistema financiero de Colombia desde la perspectiva histórica (1970-2013), diferenciando su composición por tipo de pasivo (cuentas corrientes, cuentas de ahorros, CDTs, etc.) y por proveedores de recursos (personas naturales e inversionistas institucionales). Los principales hallazgos de esta investigación pueden resumirse así: i) dentro del proceso de profundización financiera de Colombia, se destaca la mayor penetración de los cuasidineros (depósitos en cuentas de ahorro + CDTs) y de los bonos; sin embargo, esta profundización ha sufrido un retroceso con la introducción del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) en 1998; ii) el proceso de profundización financiera ha generado importantes cambios en la composición del fondeo bancario, siendo evidentes los efectos del ITF (en favor del uso del efectivo y las cuentas corrientes) y el llamado “desdoblamiento de las cuentas de ahorro” (a partir de 2002), donde dichas captaciones se han convertido en un importante instrumento transaccional y de ahorro; y iii) los nuevos instrumentos del mercado de capitales (bonos corporativos) han venido ganando dinamismo gracias a la Ley 964 de 2005; no obstante, el reciente aplanamiento de sus curvas de tasas de interés, que incentiva sus colocaciones, implica que el costo de captación de los depósitos resulte similar a las tasas que se cobran por los créditos, lo cual afecta negativamente el margen de intermediación de los bancos.

Clasificación JEL: Dinero y tasas de interés (E4), Oferta monetaria-crédito y multiplicadores (E51), Instituciones y servicios financieros (G2).

---

\* Por parte de Anif participaron Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón, Ekaterina Cuéllar y Nelson Vera. Los autores agradecen al Banco de Bogotá su apoyo a esta investigación y las guías y comentarios recibidos de los doctores Germán Salazar y Camilo Pérez.

## Profundización Financiera y Fondeo Bancario

### Resumen Ejecutivo

En este documento hemos analizado el fondeo del sistema financiero de Colombia desde la perspectiva histórica (1970-2013), diferenciando su composición por tipo de pasivo (cuentas corrientes, cuentas de ahorros, CDTs, etc.) y por proveedores de recursos (personas naturales e inversionistas institucionales).

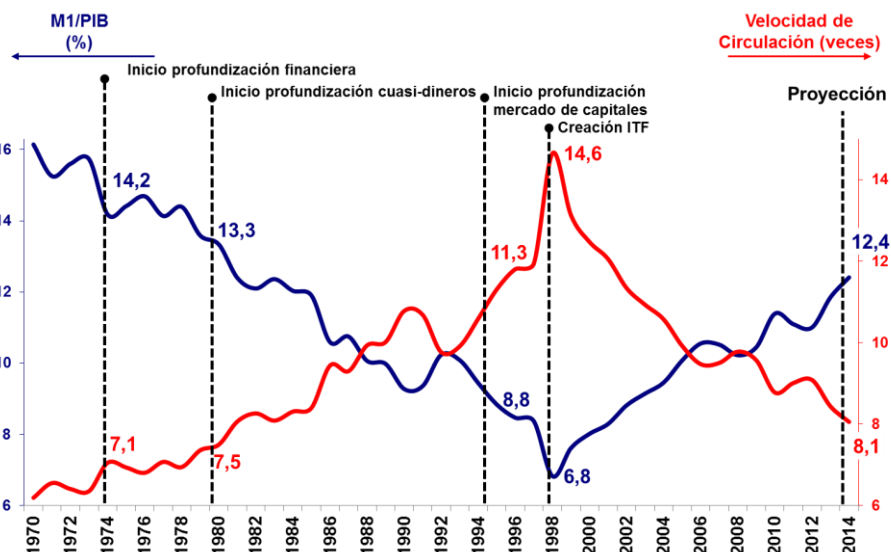
Las principales conclusiones pueden resumirse de la siguiente manera, según los tópicos discutidos:

#### Análisis de los períodos de profundización financiera y comparación internacional actual:

i) Inicio de la profundización financiera. Durante 1950-1970, la demanda por dinero se focalizaba en elementos “transaccionales puros”, tales como M1 (efectivo + depósitos en cuentas corrientes). Posteriormente, durante los años setenta, se inició el proceso de profundización financiera con la aparición de las “innovaciones financieras”, las cuales fueron ampliando el espectro de los llamados “cuasi-dineros” y del ahorro (propiamente dicho), restándole importancia a los componentes transaccionales. Como consecuencia de ello, la relación M1/PIB empezó a disminuir, pasando del 16.1% en 1970 al 13.3% en 1980 (ver gráfico 1).

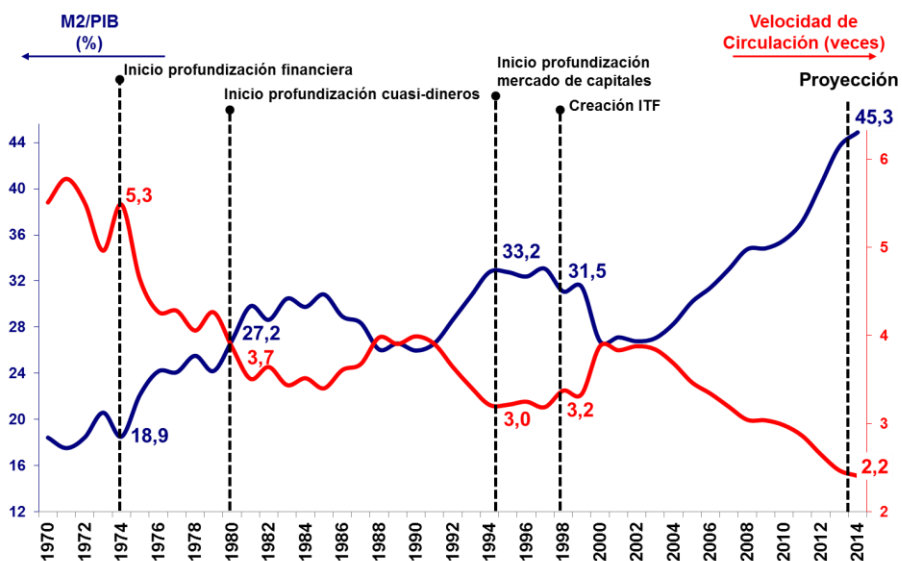
ii) Despertar de la profundización de los cuasi-dineros durante los años ochenta. El indicador M2/PIB se elevó del 18.9% a niveles superiores el 27% durante los años ochenta, como resultado de la llamada “liberalización financiera” del período 1980-1990 (ver gráfico 2).

**Gráfico 1. M1/PIB  
(1970-2014)**



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República y Dane.

**Gráfico 2. M2/PIB  
(1970-2014)**



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República y Dane.

iii) Período de profundización del mercado de capitales, a partir de mediados de los años noventa, cuando se presentaron cambios financieros estructurales. Primero, se inició un proceso de apertura comercial frente a los mercados financieros internacionales. Segundo, se crearon los fondos privados de pensiones (Ley 100 de 1993), lo cual habría de facilitar la disponibilidad de

ahorro a largo plazo. Y, tercero, de acuerdo con la Constitución de 1991, se creó una Junta Independiente del BR cuyo mandato primordial (pero no único) es el de controlar la inflación en un marco de coordinación con el Ejecutivo. Esto último, junto con la adopción del esquema de Inflación Objetivo (I-O), permitió llevar la inflación a niveles de un dígito desde el año 1999, con lo cual se facilitó la extensión de plazos de los instrumentos financieros y la reducción de las tasas de interés.

A pesar de los mencionados avances en el proceso de profundización financiera de Colombia, se registró un retroceso con la introducción del ITF en 1998. Dicho impuesto se creó como una contribución “temporal” del 0.2% para enfrentar la emergencia económica de 1998-1999. Sin embargo, el ITF se volvió un tributo cuasi-permanente con la Ley 1111 de 2006 y alcanzó la onerosa tasa del 0.4%. El Gobierno Nacional había aprobado su desmonte gradual durante 2014-2018 (al 0.2% en 2014-2015 y al 0.1% en 2016-2017), según lo previsto en la Ley 1430 de 2010. Sin embargo, las presiones fiscales derivadas del Pacto Nacional Agrario provocaron un aplazamiento de dicho desmonte hacia 2015-2018 (al 0.2% en 2015 y al 0.1% en 2016-2017), de acuerdo con la Ley 1694 de 2013.

Dichas distorsiones del ITF se han visto reflejadas en los distintos agregados monetarios, afectando su composición a favor del efectivo. La relación M1/PIB, que venía cayendo desde 1974, reversó esta tendencia y alcanzó un valor del 12% en 2013, nivel muy similar al observado al comienzo de la década de los ochenta. En cuanto a la composición de M1, se evidencia un aumento de la participación del efectivo del 37% en 1997 al 47% en 2013, mientras que la de las cuentas corrientes se redujo durante el mismo período (63% vs. 53%).

Por su parte, los indicadores M2/PIB y M3/PIB se han venido incrementando, como consecuencia de la profundización financiera. No obstante, dicha tendencia ha sido un poco más lenta, luego de la introducción del ITF y de la ligera corrección a la baja por efecto de la crisis de 1998-1999. En lo referente a la composición de M2 y M3, se observa que el efectivo y las cuentas corrientes, que venían reduciendo su participación desde los años setenta, empezaron a incrementarla con la implementación del ITF. Ello también produjo una disminución en la participación de los CDTs y los bonos (en M3), así como un aumento considerable en la de las cuentas de ahorro.

Por tales motivos, Anif considera que la eliminación total del ITF es fundamental para: i) agilizar el proceso de profundización financiera; ii) retomar la eficiencia de la tributación general en

Colombia; y iii) lograr avances significativos en la inclusión financiera. Esto implica que los recaudos del ITF (cerca del 0.6% del PIB) deberán sustituirse por tributos del Imporrenta y del IVA, mejorando su base y, en el caso del IVA, elevando su tasa general del 16% hacia el 17%-18%. Solo de esta manera las medidas regulatorias que buscan mejorar la inclusión financiera podrían tener éxito.

A nivel de comparaciones internacionales se tiene que, en lo referente a M1/PIB, el nivel de dicho indicador en Perú es igual al de Colombia y se ubica alrededor del 11% (ver cuadro 1). Sin embargo, en Perú se registra una mayor participación del efectivo (54% vs. 47% en Colombia). Ello obedece a la dolarización y al elevado grado de informalidad de dicha economía. En Brasil, la relación M1/PIB es del 7% (con una composición similar a la de Colombia: 46% en efectivo y 54% en cuentas corrientes), lo cual está relacionado con la existencia del impuesto sobre las operaciones financieras (IOF). En contraste, en Chile, la relación M1/PIB es mayor (16%) y se observa una menor participación del efectivo (21%), lo cual indica que los bancos utilizan a su favor el “señoraje” o el “multiplicador” derivado de los mayores recursos captados a través de las cuentas corrientes (79% de M1).

**Cuadro 1. Comparación internacional  
(2013)**

	<b>Colombia</b>	<b>Chile</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>
<b>M1/PIB (%)</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>7</b>
Efectivo/M1 (%)	47	21	54	46
Cuentas corrientes/M1 (%)	53	79	46	54
<b>M2/PIB (%)</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>44</b>	<b>40</b>
<b>M3/PIB (%)</b>	<b>48</b>	<b>101</b>	<b>58</b>	<b>79</b>
<b>Cartera/PIB (%)</b>	<b>40</b>	<b>78</b>	<b>36</b>	<b>55</b>

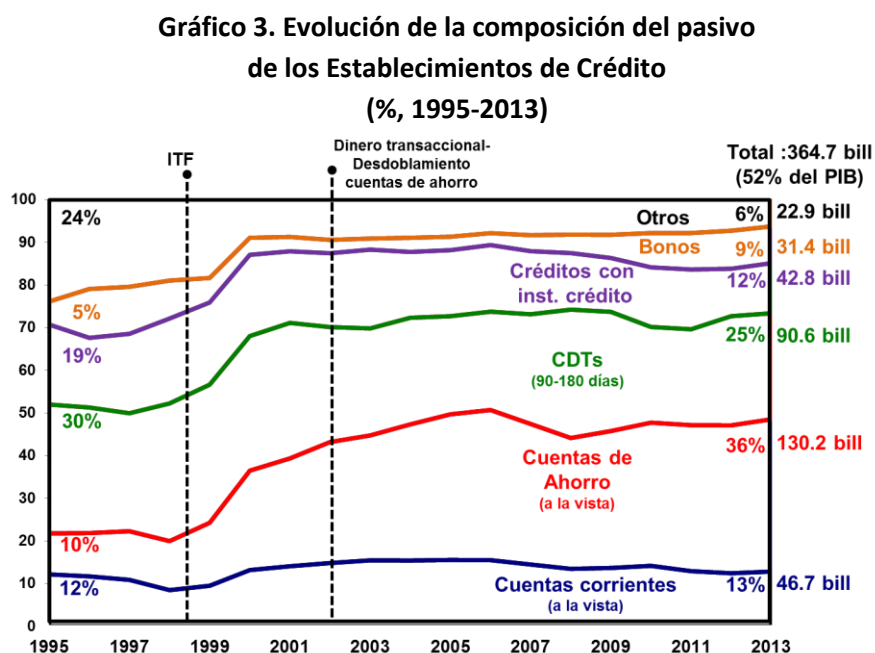
Fuente: cálculos Anif con base en FMI, Bancos Centrales y Superintendencias de cada país.

Con respecto a M2/PIB, en Colombia este indicador (44%) aunque es superior al observado en Brasil (40%) y similar al de Perú (44%), resulta inferior al registrado en Chile (60%). Con relación a M3/PIB, Colombia registra menores niveles frente a los países analizados (48% en Colombia vs. 58% de Perú, 101% de Chile y 79% de Brasil). En Perú, esto se explica por la ampliación de dichos agregados monetarios por efecto de los instrumentos de ahorro denominados en dólares, particularmente en el caso de M3. En Chile, los niveles de estos indicadores obedecen al elevado grado de profundización de su sistema financiero, donde la relación Cartera/PIB es del 78% (casi el doble de la de Colombia). Dicha profundización también se evidencia en el caso de Brasil vía M3, a

pesar de la existencia del IOF. En efecto, en este país la relación M3/PIB pasó del 47% en 2002 al 79% en 2013, lo cual ha apalancado el dinamismo de la economía en los últimos años y ha llevado la relación Cartera/PIB al 55%. No obstante, dicho proceso ha generado elevados costos recientemente (crecimiento potencial por debajo del 3% y una inflación del orden del 6%). Cabe aclarar que, en Brasil, la diferencia entre M2/PIB y M3/PIB obedece a que en este último agregado se incluyen las cuotas de fondos de inversión y los acuerdos de recompra con títulos valores de nivel federal.

#### Sobre la estructura del fondeo de la banca colombiana:

Hacia 1995, el pasivo de los EC era del orden del 45% del PIB. Las fuentes de fondeo más representativas eran: CDTs (30% del total), otros (24%) y créditos con otros EC (19%). En contraste, los pasivos con menores participaciones eran las cuentas corrientes (12%), las cuentas de ahorro (10%) y los bonos (5%), ver gráfico 3.



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

**Otros:** CDATs+Otros depósitos+Boceas+Aceptaciones en circulación+Otros pasivos.

Durante 2007-2009, se introdujeron varios cambios regulatorios relacionados con los encajes, lo cual generó un aumento en la participación de los CDTs dentro del total del pasivo de los EC, pasando del 26% al 28% en dicho período. En contraste, la participación de los depósitos a la vista (cuentas corrientes y de ahorro) se redujo ligeramente del 47% al 46%.

A partir de 2007, se registra un incremento en la participación de los bonos como fuente de fondeo, pasando del 2.6% en 2003 al 3.7% en el año de referencia. Ello ha estado asociado con el proceso de profundización del mercado de capitales, donde progresos regulatorios derivados de la Ley 964 de 2005 han sido evidentes. Como es bien conocido, ese aprovechamiento regulatorio fue posible gracias a la profundización de la demanda por parte de los llamados “inversionistas institucionales”, incluyendo allí a las AFPs y a las fiduciarias.

Al cierre de 2013, el pasivo de los EC ascendió al 52% del PIB. Sus instrumentos más representativos fueron las cuentas de ahorro (36% del total), los CDTs (25%) y las cuentas corrientes (13%). Por su parte, las fuentes de fondeo con menores participaciones fueron los créditos con otros EC (12%), los bonos (9%) y el resto de pasivos (6%).

A nivel de tasas de interés, se tenía que, al cierre de 2013, la tasa pasiva total de los EC fue del 3.3% nominal. Por instrumento de captación, se observa una elevada variabilidad en los costos, lo cual está asociado al plazo y al tipo de APL. Las mayores tasas se registraron en los títulos de deuda (6%) y los créditos con otros EC (4.4%), mientras que los depósitos exhibieron el costo más bajo (3.1%).

En términos reales, la tasa del pasivo total ha venido disminuyendo desde finales de 2012 y cerró en el 1.3% en 2013. Ello se explica principalmente por la política monetaria expansiva que adoptó el BR durante 2012-2013. Cabe destacar que, al observar el comportamiento de las tasas implícitas durante los últimos años, son evidentes algunos períodos en los que el costo del fondeo estuvo cercano al cero real e inclusive fue negativo. En efecto, la tasa pasiva total promedió un -0.1% real en 2005-2013. Por su parte, los niveles más altos de dicha tasa se registraron en 2009-2010, después del estallido de la crisis financiera internacional de finales de 2008.

Si bien es cierto que en términos generales dichas tasas siguen la trayectoria de la repo-central, cabe destacar el rezago que se presenta en el costo implícito de los CDTs frente a su tasa de referencia DTF, dependiendo del ciclo de la política monetaria. En efecto, durante la fase contraccionista de 2006-2008, la tasa repo se incrementó en 400pbs, lo cual conllevó a un aumento en la DTF de 370pbs y en la tasa de los CDTs de 170pbs. Esto implicó que la brecha CDTs-DTF se redujera hacia niveles del orden de 0-140pbs. En contraste, durante el ciclo expansionista de finales de 2008 y comienzos de 2010, la tasa repo disminuyó en 700pbs, generando una

reducción de 600pbs en la DTF, pero de tan solo 290pbs en la tasa de los CDTs. Ello amplió notablemente la brecha CDTs-DTF, la cual incluso llegó a ser de 440pbs en julio de 2009.

*Aparentemente, parte de dicho diferencial se puede explicar por “el poder de mercado” que ejercen los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias), arrastrando también a las grandes empresas del sector real a la hora de negociar la tasa remuneratoria de sus CDTs con los EC, dada la magnitud de sus depósitos y las necesidades de apalancamiento del sistema bancario. Por su parte, durante la fase de expansión monetaria de 2012-2013, donde la repo-central acumuló reducciones de 200pbs, nuevamente la brecha CDTs-DTF disminuyó hacia niveles de 0-180pbs.*

Durante 2009-2013, el saldo de las cuentas corrientes de los EC estuvo notablemente concentrado en las personas jurídicas. De esta manera, al cierre de 2013, las personas jurídicas representaron el 90% (\$42.1 billones) del saldo total captado con dicho instrumento frente al 10% (\$4.7 billones) de las personas naturales. En contraste, las personas naturales concentran el 69.4% (2 millones) del número total de cuentas corrientes frente al 30.6% de las jurídicas (0.9 millones). Este comportamiento también se observa en el número de clientes. Allí, un 73.9% del total son personas naturales (1.9 millones), mientras que el 26.1% restante son personas jurídicas (0.7 millones).

De esta manera, el 26.1% de los clientes (personas jurídicas) suministra el 90% de los recursos de las cuentas corrientes. Esto sugiere un alto grado de concentración en los clientes empresariales, así como una elevada atomización de las captaciones de las personas naturales (73.9% de los clientes con apenas el 10% del saldo total).

De la misma manera que ocurre con las cuentas corrientes, pero de forma más pronunciada, se evidencia un elevado nivel de concentración en las captaciones empresariales con cuentas de ahorro (1.9% de los clientes con el 71.7% del saldo total) y un alto grado de atomización en estos depósitos de las personas naturales (98.1% de los clientes con el 28.3% del saldo).

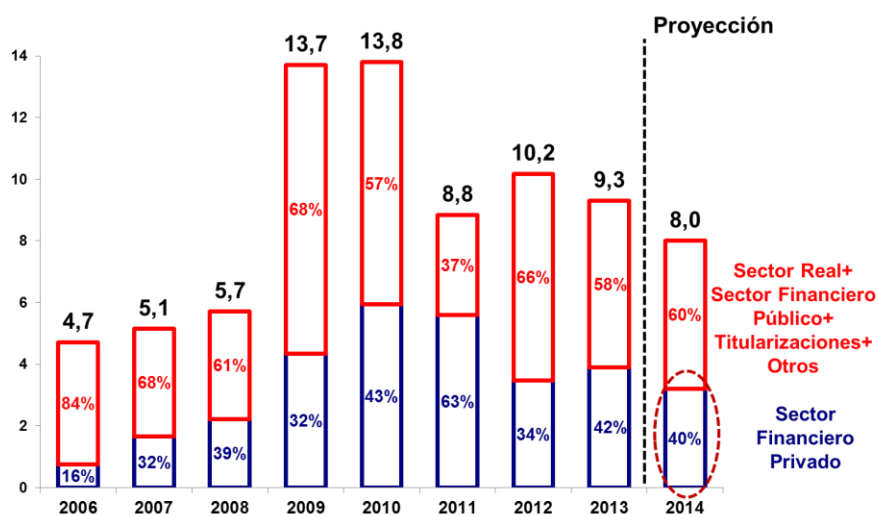
Igualmente, se observa un elevado nivel de concentración en los CDTs empresariales (3.9% de los clientes con el 76.2% del saldo total) y un alto grado de atomización de las captaciones de las personas naturales (96.1% de los clientes con el 23.8% del saldo).



### Sobre los nuevos instrumentos de fondeo vía mercado de capitales:

Por último, cabe señalar que la financiación a través de instrumentos del mercado de capitales ha venido ganando dinamismo gracias, entre otros factores, a los avances en el plano regulatorio. En este sentido, la Ley 964 de 2005 marcó un hito en materia de consolidación de la seguridad jurídica para los diversos instrumentos. Un impulso particular se ha registrado en los bonos corporativos. Las emisiones de estos instrumentos se elevaron de \$4.7 billones en 2006 (1.2% del PIB) a un récord de \$13.8 billones en 2010 (2.5% del PIB), prácticamente duplicándose en cuestión de cuatro años. No obstante, dichas colocaciones se han ido moderando a niveles de \$10.2 billones en 2012 (1.5% del PIB) y de \$9.3 billones en 2013 (1.3% del PIB), ver gráfico 4.

**Gráfico 4. Emisión de bonos corporativos totales  
(\$ billones, 2006-2014)**



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Por el lado de la demanda, los inversionistas institucionales han jugado un papel fundamental en el desarrollo del mercado de estos títulos. En el caso de las AFPs, sus portafolios de pensiones obligatorias manejaron el equivalente al 20% del PIB en 2013. Cerca del 40% de esos portafolios estuvieron dedicados a la deuda pública (un 7.6% del PIB), un 28% a la renta variable local (un 5.3% del PIB) y un 5% a los bonos privados locales (un 1% del PIB). Por el lado de las fiduciarias, los FICs administrados concentran cerca del 80% (2.5% del PIB) de sus portafolios de inversiones en renta fija. Dentro de dichos portafolios, el 91% (2.3% del PIB) corresponde a deuda emitida por el sector privado.

Lo anterior, unido al aplanamiento observado recientemente en la curva de TES, genera incentivos para que los EC incrementen su fondeo a través de bonos, ya que el costo financiero de dichos instrumentos será muy parecido independiente del plazo al que se coloquen. Así, se captarían recursos a un plazo mayor con un costo relativamente parecido a las fuentes de fondeo tradicionales, como los depósitos, que por lo general son más baratas y de corto plazo.

Ello conllevaría, por el lado del activo, a un aumento de las colocaciones de cartera, particularmente de aquellas modalidades con plazos mayores o parecidos a los de los bonos (para evitar descalces), como es el caso de los créditos hipotecarios y de los que se tiene previsto destinar a los proyectos de infraestructura (cartera comercial).

*No obstante, dicho aplanamiento en la curva también implica que el costo de captación de depósitos, que generalmente son recursos de corto plazo, sea muy similar a las tasas de interés que se cobran por los créditos, los cuales son colocados a plazos mayores. Esta situación puede afectar negativamente el margen de intermediación de los EC, reduciendo los ingresos financieros vía menor "prima por plazo" de las colocaciones de cartera.*