

No.138 Mayo-julio de 2007

Carta Financiera es una publicación
de la Asociación Nacional de
Instituciones Financieras - ANIF

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2007-256 de Adpostal
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Carlos Ignacio Rojas

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Alejandro Vera
Rogelio Rodríguez
Germán Montoya
Camilo Rizo
Carolina Gil
Margarita Quirós
Camila Torrente
César Tamayo
Mario Castro

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas

DISEÑO CARÁTULA
Gustavo Bernal
gbernalsaldana@gmail.com

IMPRESIÓN
Procesos Gráficos Ltda.

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADEO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel 312 45 03

EJECUTIVA DE CUENTA
Claudia Patricia Sánchez



SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
01 800 011 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

CORREO ELECTRÓNICO anif@anif.com.co
INTERNET <http://www.anif.org>

Se prohíbe la publicación
parcial o total de los artículos
de Carta Financiera
sin previa autorización.

editorial

- 2 | Inflación, desempleo y crecimiento:
variaciones sobre temas inmortales

actualidad económica

- 7 | Política monetaria e inflación de activos:
un balance del período 2002 - 2007
Sergio Clavijo, Alejandro Vera y César Tamayo
- 14 | Crédito hipotecario:
evolución reciente y perspectivas
María Mercedes Cuéllar
- 22 | Tasas de usura: experiencia internacional
César Corredor y Laura Clavijo
- 28 | Las microfinanzas: de la teoría a la práctica
Carolina Gil
- 37 | ¿Cómo afinar las mediciones del riesgo crediticio?
Carlos Ignacio Rojas
- 43 | La titularización de crédito Pyme:
mecanismo de acceso a recursos financieros
Adriana Nieto y Camila Salamanca
- 52 | Venta de cartera vencida:
fuente de valor para la banca colombiana
Kenneth Mendiwelson

notas destacadas de Anif

- 57 | Reservas internacionales, criterios de liquidez
y costos cuasifiscales
- 60 | La Base de la Pirámide Económica (BPE):
los mensajes de Prahalad para Colombia
- 63 | La Reforma Tributaria de 2006:
balance de una oportunidad perdida
- 66 | La acumulación originaria del narcotráfico en Colombia:
¿cómo superarla?

entrevista

- 71 | Al representante del BID en Colombia - Rodrigo Parot
"Creando oportunidades para la mayoría"

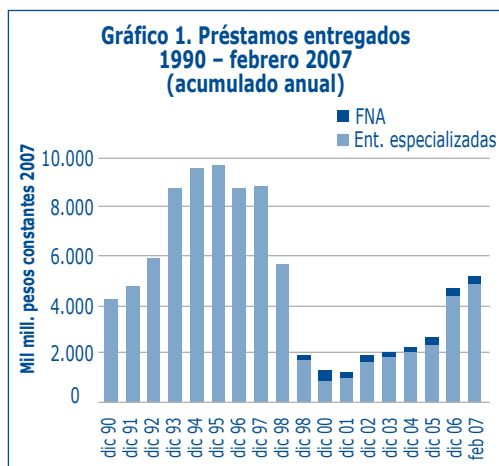
torre de marfil

- 76 | Magallanes: hasta los confines de la Tierra
Libro escrito por Laurence Bergreen
Comentado por Sergio Clavijo

Crédito hipotecario: evolución reciente y perspectivas

María Mercedes Cuéllar*

Después de la crisis económica de finales del siglo pasado, la economía colombiana ha mostrado un dinamismo importante, impulsado en gran parte por la construcción. Sin embargo, este crecimiento del sector edificatorio no estuvo acompañado por un comportamiento similar del crédito hipotecario. Sólo hasta 2006 -siete años después de la crisis- la financiación de vivienda empezó a presentar signos de recuperación. En ese año las entidades financieras especializadas en crédito de vivienda¹ desembolsaron cerca de \$4.6 billones, lo que representó un incremento de 84% frente a lo entregado en 2005.² De ese total, 30% correspondió a créditos para construcción de vivienda y 70% a préstamos otorgados a las familias. Este comportamiento positivo se ha mantenido en 2007: en los doce meses terminados en febrero las entregas ascendieron a \$5.1 billones, de los cuales el 72% se destinó a las familias (gráfico 1).



Nota: incluye préstamos a constructor, individual y *leasing* habitacional.
Fuentes: Asobancaria y FNA.

El dinamismo de los desembolsos permitió frenar la tendencia decreciente que había mostrado el saldo de la cartera de vivienda desde 1999, aunque su nivel todavía es inferior en 43% al de 1998, cuando alcanzó su punto máximo (gráfico 2).

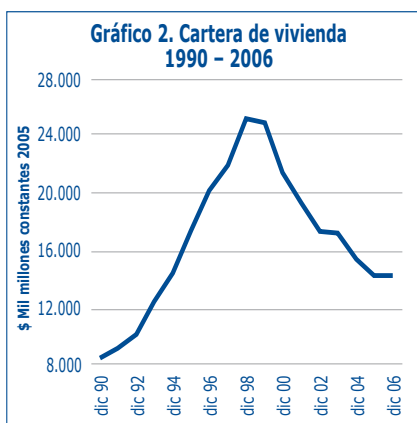
La recuperación del crédito hipotecario es resultado de una combinación de factores, entre los que se destacan: el crecimiento de

la economía, la reducción del desempleo frente a los niveles de principios de la década, el freno en la caída de los precios de la vivienda, la permanencia de las exenciones tributarias para los diferentes agentes que participan en el mercado hipotecario y la evolución favorable de las tasas de interés externas e internas. Este último elemento fue determinante para la reactivación, pues permitió que se redujera la tasa de interés cobrada sobre los créditos hipotecarios, la cual se ubicó alrededor de UVR + 9%, es decir, 2 y 4 puntos porcentuales por debajo de los topes fijados por el Banco de la República para VIS y No VIS respectivamente (gráfico 3).

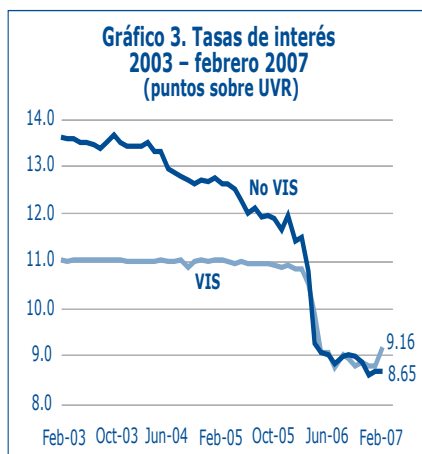
* Presidente Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia

¹ AV Villas, Bancolombia, BBVA-Granahorrar, BCSC, Colpatria, Davivienda, Granbanco y FNA.

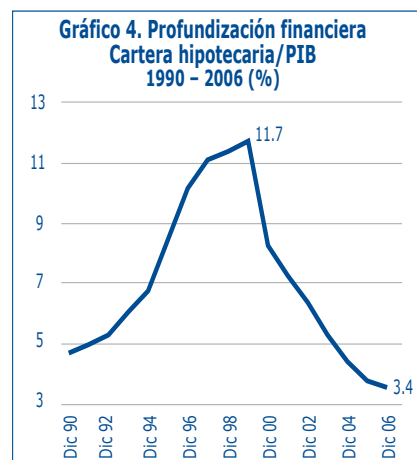
² Incluye créditos a constructor, individual, subrogaciones de constructor a individual y *leasing* habitacional.



Nota: incluye cartera propia y administrada del sistema financiero, FNA, fondos y cooperativas y Cisa.
Fuente: Dane.



Fuente: Superintendencia Financiera.



Fuentes: Superintendencia Financiera, Dane y cálculos Asobancaria.

Sin embargo, el nivel actual de la actividad de financiación de vivienda dista en forma significativa del alcanzado antes de la crisis: los desembolsos de 2006 apenas representan el 56% de los del período 1993-1997 y el nivel de profundización financiera —medido como cartera hipotecaria sobre PIB— apenas es de 3.4%, cuando en 1997 alcanzó 12% (gráfico 4).

Ante esta situación cabe preguntarse ¿cuáles son los elementos que están limitando el crecimiento del crédito hipotecario en Colombia? La respuesta a este interrogante requiere analizar los factores que inciden sobre la demanda y la oferta de crédito, de forma que el diseño de la política de vivienda se oriente a armonizar las variables involucradas y a coordinar los esfuerzos de todos los actores para que se pueda atacar de forma eficiente el problema del déficit habitacional.

Factores que determinan la demanda de crédito

Dentro de los factores que inciden sobre la demanda por crédito se han identificado como principales los siguientes: las características socioeconómicas de los hogares, su capacidad de ahorro, las condiciones de acceso al crédito, el monto indi-

El nivel actual de la actividad de financiación de vivienda dista en forma significativa del alcanzado antes de la crisis.

vidual del subsidio y la diferencia entre la cuota del crédito y el valor del arriendo.

1. Las características socioeconómicas de la población: según la Encuesta de Calidad de Vida del Dane del año 2003 (ECV), en Colombia el 73% de los hogares (8.1 millones) dispone de ingresos inferiores a 4 Salarios Mínimos Mensuales Legales (SMML) y son mayoritariamente informales (6.6 millones). A la inversa, los hogares que devengan ingresos superiores a 4 SMML, que representan el 27% del total de hogares (3.1 millones), son principalmente urbanos y mayoritariamente formales.³

Si bien cifras del DNP indican que la pobreza y la pobreza extrema se han reducido (entre 2002 y 2006 la primera pasó de 56% a 45% y la segunda de 22% a 12%), la población que integra estos grupos continúa siendo alta, lo que unido al elevado grado de informalidad dificulta la profundización del crédito. Estudios recientes han demostrado que los segmentos más pobres de la población requieren de políticas de vivienda de tipo asistencial, dado su bajo nivel de ingreso y la inestabilidad de éste, lo que dificulta su acceso a los servicios financieros tradicionales.

2. La capacidad de ahorro: el bajo nivel de ingreso relativo de la población y la enorme disparidad en su distribución limitan la capacidad de ahorro de los hogares, generando una de las mayores restricciones a la adquisición de vivienda. De la ECV es posible inferir que sólo el 53% de los hogares dispone de capacidad de ahorro⁴, en tanto que el 47% gasta más de lo que le ingresa. Dentro del segmento que no tiene capacidad

³ La composición de la población puede variar con los resultados definitivos del Censo de 2005.

⁴ La capacidad de ahorro se define como la diferencia entre sus ingresos y sus gastos mensuales

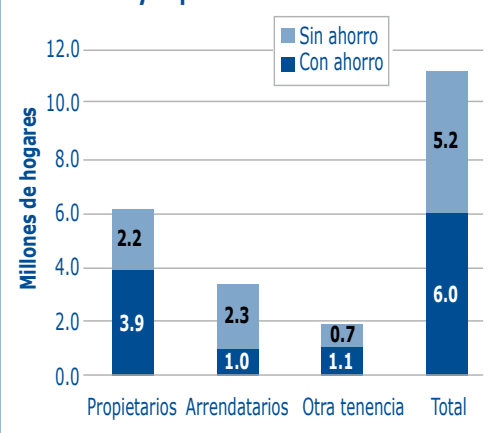
de ahorro el 85% (4.4 millones) percibe ingresos inferiores a 4 SMML.

En el caso específico de los arrendatarios (3.4 millones de hogares), sólo el 30% tiene capacidad de ahorro, lo cual significa que si para adquirir vivienda se debe aportar una cuota inicial, cerca del 70% de la población queda excluida de cualquier política habitacional, en particular en los segmentos de menores ingresos (gráfico 5).

3. La capacidad de endeudamiento y de pago: adicional a la cuota inicial, los hogares deben tener un flujo de ingresos mínimo que garantice la atención del crédito complementario. La primera restricción surge por la limitante existente al monto de ingresos que el hogar puede comprometer para el pago de las cuotas –máximo 30%, según las normas vigentes– que, unida al tope para la relación entre monto del crédito y valor del inmueble –80% para VIS y 70% para el resto–, impone un techo al precio de la vivienda a la que la familia puede acceder, el cual no necesariamente coincide con la oferta de inmuebles disponible en el mercado.

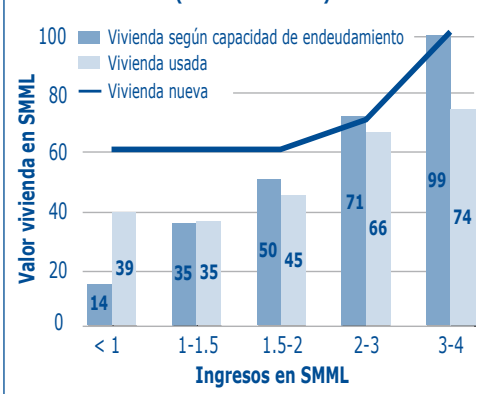
Según la ECV, en Colombia, en el sector urbano, el valor promedio de los inmuebles en que habitan las familias es equivalente a veintitrés meses de ingreso⁵, excepto en la escala de salarios inferiores a 1 SMML que presenta un gran desfase frente al promedio debido a la inflexibilidad en el precio de la vivienda, cuyo valor mínimo es de 35 SMML. Por su parte, Camacol estima que el precio mínimo de un inmueble nuevo es, en promedio, de 60 SMML en razón de las normas urbanísticas relacionadas con densidad, espacio público y especificaciones técnicas vigentes.

Gráfico 5. Hogares por tenencia de la vivienda y capacidad de ahorro



Fuente: Encuesta de Calidad de Vida 2003 - Dane.

Gráfico 6. Valor de la vivienda según capacidad de endeudamiento vs. inmuebles disponibles (valores en SMML)



Nota: vivienda usada: valor de la vivienda en que habitan, según la ECV.
Vivienda nueva:
60 SMML = hogares con ingresos < 2 SMML.
70 SMML = hogares con ingresos entre 2 y 3 SMML.
100 SMML = hogares con ingresos entre 3 y 4 SMML.
Parámetros para cálculo de vivienda según capacidad de endeudamiento:
plazo del crédito: 180 meses; tasa de interés: 11%; cuota inicial:
20% del valor de la vivienda.
Fuente: cálculos Icv con base en la Encuesta de Calidad de Vida 2003 - Dane.

De acuerdo con lo anterior, los hogares con ingresos inferiores a 1 SMML sólo tienen capacidad de endeudamiento para adquirir una vivienda de 14 SMML, mientras que los hogares con ingresos entre 1 y 2 SMML podrían acceder a una vivienda usada pero no a una nueva (gráfico 6). Esto confirma la aseveración de analistas como Ferrari⁶, en el sentido de que estas familias requieren de

políticas asistenciales por parte del Estado si se quiere solucionar el problema habitacional.

Por otra parte, para los hogares con ingresos por encima de 2 SMML su capacidad de pago les permitiría acceder a vivienda usada o nueva (gráfico 6).

4. El monto individual del subsidio: para que el comprador de vivienda logre el cierre financiero de la operación, la política de subsidios debe incorporar en el cálculo del monto individual de los mismos las variables antes mencionadas: capacidad de ahorro, capacidad de endeudamiento y de pago de las familias y el valor de los inmuebles disponibles en el mercado. Un análisis del esquema actual muestra que la población que recibe ingresos inferiores a 1.5 SMML, que además es principalmente informal, requiere un subsidio cuyo valor supera ampliamente el actual, aún suponiendo que están en capacidad de ahorrar el 10% del valor del inmueble (gráfico 7).

5. El valor del arriendo: de acuerdo con estimaciones realizadas con base en la ECV, la gran mayoría de hogares estaría en capacidad de pagar la cuota de un crédito para adquirir una vivienda usada, a la tasa de interés máxima vigente. Sin embargo, para la mayoría de las familias, el valor del arriendo que pagan es inferior a la cuota de amortización. Esta brecha se reduce cuando el costo de la financiación cae, aunque no se cierra

⁵ Valor de la viviendas compradas entre 1998 y 2002, por rango de ingresos.

⁶ Ferrari, César. Vivienda, ingresos, precios y microfinanzas. Seminario Internacional "La financiación de la vivienda y el hábitat: una estrategia contra la pobreza". Bogotá, 30 noviembre 2006.

completamente, con excepción hecha de los hogares informales sin capacidad de ahorro, para quienes una reducción de tasas de interés a niveles cercanos a UVR + 8% iguala las dos alternativas.

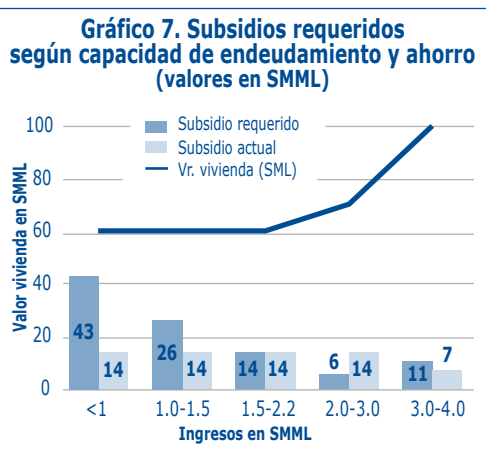
Se resalta que para los hogares de mayores ingresos, en especial aquellos que perciben más de 8 SMML, el único incentivo al endeudamiento lo constituyen las exenciones tributarias vigentes, en la medida en que aun con reducciones sustanciales del costo financiero, el valor de la cuota de amortización continúa superando el arriendo que pagan.

Así las cosas, en Colombia el mayor incentivo para que un hogar que vive en arriendo tome un crédito para adquirir vivienda es el hecho de convertirse en propietario, dado que en términos económicos el arriendo constituye una mejor alternativa.

Factores que determinan la oferta de crédito

En lo que toca con los factores que inciden sobre la oferta de crédito se han identificado, entre otros, los siguientes: la inestabilidad jurídica, el alto costo de los recursos requeridos para fondear la operación, la existencia de topes a las tasas de interés y la ineficiencia en el proceso de recuperación de garantías por la vía judicial.

En relación con el primer elemento mencionado –la inestabilidad jurídica– es necesario resaltar que a pesar del tiempo transcurrido después de la crisis, el proceso de ajuste del marco legal de la financiación de vivienda aún no ha terminado. Si bien en 1999 se expidió la Ley 546, ésta ha sido objeto de sucesivas demandas, por lo que gran parte de la reglamentación surge de jurisprudencia de las distintas Cortes y en la



Valor de la vivienda.
60 SMML = hogares con ingresos < 2 SMML.
70 SMML = hogares con ingresos entre 2 y 3 SMML.
100 SMML = hogares con ingresos entre 3 y 4 SMML.
Supone que el comprador toma el máximo valor de crédito (según relación cuota-ingreso= 30% y relación saldo-garantía=80%) y ahorra el 10% del valor de la vivienda.
Fuente: cálculos Icav con base en la Encuesta de Calidad de Vida 2003 - Dane.

En Colombia el mayor incentivo para que un hogar que vive en arriendo tome un crédito para adquirir vivienda es el hecho de convertirse en propietario, dado que en términos económicos el arriendo constituye una mejor alternativa.

actualidad persisten dudas en temas fundamentales como la forma de liquidar los créditos.

Como resultado de lo anterior, el esquema de financiación de vivienda quedó integrado por dos elementos contrapuestos e inconsistentes, que lo ponen en desventaja frente a otras actividades realizadas por los bancos. En primer lugar, está la normatividad de las operaciones financieras, incluyendo la Ley 546 de 1999, cuyo

enfoque es que el mercado financiero, incluyendo el hipotecario, opere con reglas de mercado en el marco de la política de banca múltiple. En consecuencia, el crédito de largo plazo debe financiarse con recursos captados a plazos similares para evitar que se presenten situaciones como las que dieron origen a la crisis de 1998. Este esquema implica que el crédito hipotecario compita con el gobierno por los recursos de largo plazo, lo que trae como resultado que a la financiación de vivienda se le transfiera el costo de los desequilibrios macroeconómicos incorporados en el riesgo país, lo que encarece la operación para los usuarios y reduce la rentabilidad para los acreedores.

En segundo lugar se encuentra la jurisprudencia de la Corte Constitucional que determinó que la vivienda es un bien mérito y por tanto no se debe dejar al mercado la fijación del costo de su financiamiento ni de las condiciones en las cuales se otorgan los créditos, por lo que sobre el mismo deben existir controles y cobrarse las tasas más bajas del mercado y menores aun para la vivienda de interés social. Adicionalmente, al amparo de la ley y de los fallos de constitucionalidad, se introdujo una asimetría en las tasas de interés cobradas a los deudores: éstas pueden bajar mas no subir, de forma tal que los intermediarios financieros asumen un riesgo de mercado potencial sobre todo el saldo de la cartera. Sobre este punto cabe preguntarse si la introducción de topes a las tasas de interés está contribuyendo al propósito de tener un sistema adecuado de financiación de vivienda, o si por el contrario es un obstáculo para lograr una mayor profundización.

A los costos mencionados habría que añadir el riesgo asociado a la recuperación de cartera que, en teo-

ría, debería ser reducido, puesto que existe una garantía real respaldando la obligación. Sin embargo, éste no es el caso en Colombia, donde un proceso ejecutivo con título hipotecario puede demorarse hasta cuatro años en promedio, producto de la congestión judicial y de la confusión y desconfianza en las normas. Ello, sin mencionar el sesgo antiacreedor vigente en la legislación colombiana, señalado por analistas nacionales e internacionales.

Se requiere de estabilidad macroeconómica, para lo cual es preciso el saneamiento previo de las finanzas públicas, y en particular del pasivo pensional que es el principal causante del déficit.

Los factores mencionados han llevado a que la rentabilidad del financiamiento hipotecario se reduzca —o incluso se torne negativa como en el caso del crédito para VIS—, lo que desincentiva su colocación por parte de las entidades financieras, que han buscado alternativas de diversificación de la cartera. Si bien estos desequilibrios se han neutralizado parcialmente con algunas exenciones tributarias, éstas no logran anularlos totalmente, ni representan una solución de fondo para el problema.

Propuestas

De acuerdo con la problemática planteada, a continuación se presentan algunas propuestas orientadas a mantener la dinámica mostrada por

el crédito hipotecario en el último año.

En primer lugar, es importante replantear la institucionalidad que rige hoy el sistema. Actualmente la política de vivienda depende de un sinnúmero de instituciones: Banco de la República, Ministerio de Hacienda, Superintendencia Financiera y Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial. Si bien es cierto que este último tiene a su cargo el diseño de la política del sector, no está dotado de instrumentos eficientes para su manejo y tal como quedó estructurado tiene funciones que incluyen la distribución directa de subsidios, cuya operatividad desborda la capacidad instalada para ese fin.

Adicionalmente, desde el punto de vista legal se requieren reglas claras, estables y coherentes, lo que puede, incluso, implicar la expedición de un nuevo marco jurídico. No obstante, este proceso puede presentar enormes dificultades, dado que una parte sustancial de la reglamentación vigente se desprende de sentencias de la Corte Constitucional, lo que hace necesario un replanteamiento institucional y político con el fin de adaptar el marco legal a las condiciones sociales y económicas actuales, que son diferentes a las vigentes durante la crisis, período en el que se profririeron dichos fallos.

En tercer lugar, se requiere de estabilidad macroeconómica, para lo cual es preciso el saneamiento previo de las finanzas públicas, y en particular del pasivo pensional que es el principal causante del déficit o, alternativamente, el diseño de mecanismos que permitan disociar el riesgo país y su costo del sistema hipotecario,

pues no tiene sentido que el único instrumento crediticio que debe asumir ese riesgo sea el asociado al acceso a la vivienda, la cual está protegida constitucionalmente.

A este respecto, es pertinente buscar alternativas que faciliten la reducción del costo de los recursos de largo plazo. La Ley 546 prevé mecanismos que es necesario desarrollar, como coberturas de riesgos de tasas de interés, de liquidez y de crédito y la canalización de recursos del ahorro remunerado a la vista con destino a la financiación de vivienda. Otra alternativa es orientar los recursos del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH), creado por la misma Ley, hacia el otorgamiento de una cobertura frente a las fluctuaciones de las tasas de interés de largo plazo de forma que contribuya de manera eficaz con el propósito de poner a disposición de la economía un sistema adecuado de financiación de vivienda, tal como lo ordena la Constitución.

Por otra parte, si se pretende que el sector financiero tradicional atienda a la población informal, es preciso desarrollar alternativas tendientes a la reducción de los costos de originación, administración y cobro de cartera hipotecaria. Una propuesta en este sentido es la creación de centrales donde se recopile información sobre el comportamiento de pago de servicios diferentes a los financieros por parte de la población no bancarizada (por ejemplo, vincular el pago de servicios públicos a la persona y no a los inmuebles, aportes a seguridad social, etc.). Otras alternativas para la población de menores ingresos son la libranza y la compensación estatal para cubrir el mayor costo administrativo de los créditos de bajo monto, como ocurre en países como Chile.

Desde el punto de vista de la demanda, no se puede desconocer que

una de las principales limitantes para la adquisición de vivienda es la falta de capacidad de ahorro de la población, en especial de la de menores ingresos. Por lo tanto, es necesario rediseñar el esquema de ahorro programado para que cumpla con el doble propósito de facilitar el aporte de la cuota inicial y extender la bancarización a familias sobre las cuales se carece de información, que son esencialmente los trabajadores informales.

Asimismo, el diseño de una política adecuada de financiación de vivienda debe incorporar las características socioeconómicas de los hogares a los que se busca llegar y no puede limitarse a fomentar la construcción de viviendas de bajo monto. Se requieren incentivos apropiados para cada segmento de forma que se materialice el acceso a vivienda de toda la población.

Específicamente, el diseño de la política debe diferenciar los instrumentos según el tipo de beneficiarios, los cuales pueden segmentarse en cinco grupos. El primero de ellos es la población con ingresos inferiores a 1 SMML, cuya capacidad de ahorro y de pago es mínima y requiere de una política asistencial pues la única forma de adquirir vivienda es mediante el acceso a subsidios por casi la totalidad del valor de la misma. El segundo grupo está conformado por aquellos hogares con ingresos entre 1 y 2 SMML, para quienes resultan necesarios los subsidios directos para suplir el pago de la cuota inicial y la autorización de que éstos puedan utilizarse para la adquisición de vivienda usada o aumentar el valor de los mismos si se mantiene la restricción de respaldar únicamente la compra de inmuebles nuevos. En tercer lugar están los hogares con ingresos entre 2 y 4 SMML, que aunque tienen problemas con la cuota inicial, éstos son menos pronunciados y, si bien requieren de subsidios directos, disponen de la capacidad de endeudamiento y el flujo de ingresos

requerido para atender el pago de la cuota de amortización de un crédito para la adquisición de una vivienda. El cuarto segmento lo conforman los hogares con ingresos entre 4 y 8 SMML, que tienen mayor capacidad de ahorro y de pago, pero carecen de incentivos al endeudamiento en la medida en que la cuota de amortización del crédito supera el valor del arriendo que pagan, desequilibrio que en parte se soluciona por cuenta de la deducción tributaria de los pagos por intereses y corrección monetaria. Por último están los hogares con ingresos superiores a 8 SMML, que en la práctica no tienen problemas ni con la cuota inicial ni con el servicio de la deuda, pero no tienen incentivos para la compra de una vivienda financiada, nuevamente en razón a la diferencia entre el costo financiero y el del arriendo y al reducido costo de oportunidad de los ahorros, diferencias que se mitigan parcialmente con las exenciones tributarias, en especial la AFC.

Perspectivas

La subestimación de los desequilibrios asociados al crédito hipotecario y sus consecuencias, al igual que lo ocurrido frente a la crisis de 1998, puede ser costosa tanto en términos de crecimiento económico como de bienestar social. Si la racionalidad de los deudores que pueden acceder a crédito es la de hacerlo en la menor proporción posible y prepagarlo por anticipado, al tiempo que la de los acreedores es la de diversificar el riesgo crediticio, de mercado y de liquidez, reduciendo su exposición en cartera hipotecaria, se requiere de una decidida intervención del Estado para incentivar la activa participación

de los agentes privados –deudores y acreedores– hacia el bien público.

Por último, cabe resaltar que la cadena de provisión de vivienda incluye un conjunto de elementos dentro de los cuales el crédito ocupa el último eslabón. Por tanto, si bien existen limitantes para lograr una mayor profundización financiera, es necesario que el tema se aborde de forma integral, buscando coordinar las diferentes variables, como la

Una de las principales limitantes para la adquisición de vivienda es la falta de capacidad de ahorro de la población, en especial de la de menores ingresos.

disponibilidad de tierra urbanizable, la oferta de inmuebles y la combinación de ahorro, subsidio y crédito como esquema para que las familias puedan allegar los recursos requeridos para la adquisición de vivienda. El Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial está encaminando sus esfuerzos en este sentido, como se refleja en el convenio que firmó recientemente con los gremios relacionados con el sector de la vivienda, que busca involucrar adicionalmente a las entidades territoriales.

Colombia está a tiempo para adoptar políticas que permitan que la reactivación mostrada por el crédito hipotecario en los últimos meses se mantenga en el mediano plazo. Para esto es necesario que se corrijan los sesgos existentes, de forma que el sistema de financiación de vivienda responda de forma adecuada a las necesidades del país, cumpliendo el mandato dado por la Constitución. 

Tasas de usura: experiencia internacional

César Corredor y Laura Clavijo*

I. Introducción

Este artículo hace un recuento sobre las experiencias históricas e internacionales con respecto a la imposición de controles de las tasas de interés por parte de las autoridades económicas. La primera parte es esta introducción donde se describen elementos del debate histórico sobre la imposición de estas restricciones en el mercado crediticio; en la segunda parte se presentan las justificaciones a favor y los argumentos en contra de estos controles; posteriormente se discuten diversos tipos de restricciones usados en países desarrollados y países en desarrollo; en la cuarta parte se muestran en detalle los casos de Estados Unidos, Chile y Venezuela y en la última parte se presentan algunas conclusiones y comentarios.

El crédito es un bien particular. Por definición se trata de un artículo o servicio en el cual la entrega del producto y el pago del mismo tienen momentos distintos. Con el fin de reconocer los riesgos que implica esa brecha tem-

poral, el consumidor de este servicio le paga al proveedor por ese costo de oportunidad de usar esos recursos (tasa de interés). La determinación de ese costo de oportunidad “justo” para las dos partes (el prestamista y el prestatario) ha sido motivo de amplia discusión. Incluso hoy en día, con mercados más desarrollados en los cuales la competencia y las tasas de interés anunciadas por las autoridades monetarias se convierten en una guía para los prestamistas, las asimetrías en el acceso a los servicios financieros y las diferencias en la capacidad de pago de los prestatarios revelan dificultades que aún persisten para determinar ese justo medio de la tasa de interés.

Por eso el Estado, dentro de la función que se le ha atribuido dentro del capitalismo como regulador de los mercados, creó restricciones sobre el nivel máximo de tasa de interés que un prestamista puede cobrar sobre los recursos otorgados a un prestatario. La justificación con la que surgió originalmente este concepto es de tipo moral y se origina en el carácter

subjetivo del costo de oportunidad. A este límite sobre la tasa de interés que se puede cobrar por la actividad crediticia es a lo que se le conoce como tasa de usura, y aunque si es la más utilizada, no es la única forma de control de las tasas de interés, como se verá más adelante.

La tasa de usura ha sido utilizada a través de la historia para limitar el mercado y proteger al prestatario frente al inmenso poder que tienen los prestamistas, pero también ha sido usada para fines políticos o incluso religiosos. El concepto de la usura es tan antiguo como el de la tasa de interés, y por sus causas y consecuencias no resulta del todo sorprendente que esté ligado a la filosofía y a la religión. De hecho, la idea de una tasa de interés “justa” se

* Director y analista del Área de análisis económico de la Dirección de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia Financiera. Las opiniones aquí expresadas sólo comprometen el punto de vista de sus autores. E-mail: cacorredor@superfinanciera.gov.co

encuentra inicialmente en los libros sagrados que guiaron las principales creencias religiosas creadas en la antigüedad: el viejo testamento, el Corán, el código de Hammurabi de los babilonios. Posteriormente fue asimilado por pensadores y filósofos como Aristóteles, Santo Tomás de Aquino, John Locke y luego se incorporó al cuerpo teórico de importantes científicos sociales como Adam Smith, Jeremy Bentham y John Maynard Keynes.

Desde su creación, los controles sobre las tasas de interés han sido medidas polémicas por las dificultades en su definición y por las implicaciones que tienen sobre los incentivos y decisiones de los dueños del capital (entidades crediticias) y los usuarios temporales de ese capital (clientes).

La Iglesia católica¹, cuya posición sobre el cobro de tasas de interés se ha ido modificando, pasó de una visión muy conservadora que consideraba el cobro de interés como una actividad que rayaba con la herejía hasta terminar por reconocer tres tipos de interés que pueden ser cobrados: el interés por demora (cobrado como indemnización o compensación por el retraso de un pago), el interés compensatorio (indemnización al prestatario por los riesgos que asume por no disponer del capital) y el interés lucrativo (que es el reconocimiento de una ganancia que obtiene el prestamista por dedicarse a la actividad de otorgar créditos). Sin embargo, la Iglesia hace énfasis en la necesidad de que se cobre un precio (tasa de interés) justo y es allí donde radica la principal dificultad, en la definición de esa tasa justa. La Iglesia define esta tasa como aquella que “corresponde al beneficio medio que quienes se dedican a algún determinado negocio -en este caso el crédito- esperan obtener”. Cualquier tasa por encima de ese máximo justo empieza a rondar los niveles de usura. Pero de aquí surge un primer inconveniente, ¿quién determina ese

beneficio medio cuando los intereses de los prestamistas son opuestos a los de los prestatarios? y por otro lado, ¿cómo se mide este beneficio cuando las condiciones de riesgo, los costos, los clientes, su capacidad de pago, el uso de los recursos, entre otras características, varían?

Posteriormente Adam Smith, que conoció en su tiempo los efectos de la imposición de controles a las tasas de interés y cuya visión tenía una menor influencia de consideraciones religiosas y morales, planteó las dificultades de definir una tasa de usura clasificando estas restricciones según lo restrictivos que fueran dichos límites con respecto a las tasas de interés de mercado en ausencia de intervención. Para Smith el peor resultado posible sería una tasa de usura demasiado baja. Este escenario haría que la mayoría de las transacciones fueran clandestinas y a tasas demasiado altas. Un segundo resultado, menos perverso que el anterior para Smith, sería una tasa de interés demasiado alta, que tendría un efecto negativo de selección adversa, atrayendo a los prestatarios que tuvieran la intención de no pagar y que pedirían prestado y alejando del sistema financiero a los prestatarios honrados. La tercera

posibilidad que contempla es la tasa de usura óptima que en su concepto correspondería a una tasa con una pequeña diferencia por encima a la tasa de mercado (tasa sombra). Este último concepto sin embargo no logra despejar la duda de cómo determinar ese límite y cuándo esa diferencia frente a la tasa sombra es muy alta o muy baja.

Argumentos a favor y en contra de los controles

Apesar de las dificultades descritas (o quizás debido a ellas), muchos países con diferentes grados de influencia religiosa mantienen controles sobre las tasas de interés, aunque más por razones económicas que morales. Puede además resultar paradójico que a pesar de la relativa unanimidad acerca de las bondades de la libertad de mercados y la reducción en la intervención de los gobiernos en los mismos, uno de los mercados más representativos del capitalismo mantenga una normatividad expresa sobre el precio que se puede cobrar.

Por todo lo anterior, hay un amplio debate acerca de la utilidad sobre los

¹The Catholic Encyclopedia Vol I.

Cuadro 1. Argumentos a favor y en contra de poner límites a las tasas de interés

Límites a tasas de interés	
A FAVOR	EN CONTRA
Asimetrías de información en el mercado crediticio justifican su regulación	Mercados deben operar libre y competitivamente
Defensa de prestatarios pequeños y riesgosos frente a instituciones financieras (poder de mercado)	Altos costos operativos en esta rama de crédito termina por “sacar del mercado” a quienes buscaban ayudar
Falta de conocimiento sobre financiamiento (“analfabetismo financiero”), prefieren acceder al crédito sin importar su alto costo	También en otros mercados que no son regulados existen consumidores que están poco informados
Mantener tasas bajas ayuda en el corto plazo a estimular la economía (consumo-inversión)	En el largo plazo desestimula el ahorro, lo que genera presión al alza de las tasas de interés

controles a las tasas de interés con argumentos a favor y en contra. Las razones económicas a favor de mantener los controles sobre las tasas de interés se basan en cuatro argumentos: i) las asimetrías de información en el mercado crediticio; ii) la defensa de prestatarios pequeños; iii) la protección de individuos que sean “analfabetas financieros” y que debido a su falta de conocimiento sobre los procesos del sistema financiero puedan resultar pidiendo prestado a tasas excesivamente altas, y iv) el estímulo a la economía en el corto plazo incentivando la inversión y el consumo. El grueso de estos puntos busca la protección de los derechos de los individuos con menor poder dentro del mercado y un acceso más igualitario.

Por el mayor riesgo que representan aquellos prestatarios más pequeños o más pobres, los establecimientos de crédito reducen sus colocaciones ante los límites sobre las tasas que pueden cobrar.

Por otro lado, en contra de la usura se esgrimen argumentos como: i) la necesidad de tener mercados libres sin distorsiones evitando a su vez la distorsión de otros mercados; ii) la desinformación de los consumidores es un hecho observable en otros mercados que no son regulados para lo cual la tecnología y la labor de educación son una solución más aceptable; iii) los controles sobre las tasas de interés a pesar de estimular la inversión afectan el ahorro que es la fuente natural de recursos para los inversionistas y iv) por último, las tasas de usura afectan el acceso al crédito de los

grupos más débiles que son precisamente a quienes se busca proteger. Evidentemente, por el mayor riesgo que representan aquellos prestatarios más pequeños o más pobres, los establecimientos de crédito reducen sus colocaciones ante los límites sobre las tasas que pueden cobrar. En resumen, los contradictores de los controles a las tasas de interés afirman que estas restricciones distorsionan la labor de los establecimientos de crédito de reasignar recursos hacia las actividades más productivas de manera eficiente.

Experiencia internacional

Las formas como se limitan las tasas de interés varían según varios criterios: i) la tasa sobre la que se

aplican las restricciones. En la mayoría de los casos se establecen límites máximos sobre las tasas de interés de colocación; sin embargo existen limitaciones sobre las tasas de captación (ej. Venezuela); ii) los límites, que pueden ser explícitos o ser implícita-

mente establecidos por las autoridades económicas que controlan las tasas de interés; iii) las sanciones, que pueden ser penales, administrativas o de mercado (multas, sanciones morales, etc), y iv) quizás donde hay una mayor variabilidad es en la metodología y los aspectos técnicos sobre el cálculo de los límites: estos pueden ser establecidos para todo tipo de créditos o para un mercado en particular (por montos, tipos, plazos o clientes), se pueden establecer tasas máximas fijas o variables y pueden ser calculados con base en tasas observadas en períodos anteriores, en tasas de referencia

establecidas o en valores social o políticamente “aceptables”.

Históricamente, y aun en la actualidad, los controles a las tasas de interés no han sido exclusivos de países en desarrollo. Una de las formas de control más controversiales se presentó en Estados Unidos donde se impusieron límites máximos sobre las tasas de captación, lo que se conoció como la Regulación Q aplicada entre 1933 y la década del ochenta, que consistía en una tasa de interés máxima que podía ser ofrecida sobre las cuentas de ahorros. El objetivo de esta normatividad era evitar que los bancos más grandes tuvieran ventajas para acceder a los recursos del público, pues en aquella época eran su principal fuente de financiación, y evitar de esta manera la quiebra de los bancos más pequeños. La Regulación Q fue abolida lentamente durante la década del ochenta; sin embargo, como se verá más adelante, esto no significó la eliminación total de las restricciones sobre las tasas de interés en Estados Unidos.

Aun hoy en día, otros países desarrollados mantienen restricciones sobre las tasas de interés. En Alemania la justicia puede intervenir en aquellos casos en los que hay cobros desproporcionados. La jurisprudencia alemana ha situado esa tasa de interés como la tasa que excede en 100% la tasa básica para un determinado tipo de préstamo. En Francia las tasas de usura son determinadas como una tercera parte por encima del promedio de las tasas de mercado del trimestre anterior para el tipo de préstamo correspondiente. En Canadá es penalizado cobrar tasas de interés por encima de 60%. En Australia existen máximos sobre tasas de interés a nivel regional y más recientemente se ha desarrollado una nueva legislación que podría ampliar la aplicación de estos límites. Otros países como Italia, Holanda, Bélgica y los escandinavos también tienen restricciones sobre las tasas de interés.

En países menos desarrollados existen diferentes controles que pueden ser clasificados según el tipo de sanciones que señalan la obligatoriedad del marco legal al cumplimiento del límite impuesto: por un lado están los países que ejercen controles administrativos (sin implicar sanciones) sobre la tasa de interés que normalmente está alineada con las tasas determinadas por las autoridades monetarias. Esto ocurre en Argelia, Bahamas, China, Libia, Myanmar, Paraguay, Siria y Túnez. El segundo caso es el de países que tienen previstas sanciones y por lo tanto otorgan mayor rigurosidad al cumplimiento de la restricción. Dentro de estos países se incluyen Armenia, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Guatemala, Honduras, algunos estados de India, Nicaragua, Suráfrica, Uruguay y Venezuela. Por último están los países que no imponen sanciones, pero que establecen controles de facto que fuerzan a las entidades crediticias a cumplir con los límites establecidos. Entre estos países se encuentran Brasil, China, Etiopía, India, Laos, Pakistán y Vietnam. Algunos de estos

países establecen distintas estrategias y por eso pueden aparecer en dos listas distintas.

El impacto de los límites depende de qué tan cerca o lejos estén de crear una barrera sobre las tasas de interés existentes en el mercado. Una tasa de usura que se encuentre en niveles demasiado altos con respecto a las tasas de interés de mercado no afecta el comportamiento de los créditos y por lo tanto la rigurosidad de las sanciones pierde efecto. Este fenómeno es claro en Colombia, donde a pesar de que la legislación y la forma de calcular las tasas de usura no han variado, la reducción en las tasas de interés como resultado de una mayor competencia en el sistema y de la reducción en las tasas de inflación ha llevado a que la tasa de usura sea más restrictiva hoy en día.

Ante los problemas que las tasas de usura pueden crear sobre el desarrollo de un mercado de crédito más amplio existen voces que piden medidas alternativas como: i) fomentar la mayor competencia, la eficiencia y ampliar la escala a la que trabajan las instituciones financieras; ii) crear un ente supervisor que proteja al

consumidor con mayor transparencia y que promueva la competencia entre las instituciones, y iii) mayor información a los acreedores para que puedan elegir y a través de sus decisiones promover la eficiencia de las entidades.

Experiencias actuales en Estados Unidos, Chile y Venezuela

A continuación se presenta una descripción de los controles que se ejercen sobre las tasas de interés en Estados Unidos, Chile y Venezuela, con el fin de hacer el ejercicio comparativo frente al uso de controles de tasas de interés en Colombia y detallar las diferencias en los cálculos, las implicaciones legales y las tasas que son cubiertas por la legislación de cada país.

Según la legislación colombiana² no se permite que ninguna persona natural o jurídica cobre una tasa de interés por encima de la tasa de

² Decreto 519 de 2007, Artículo 35 del Código Penal, Resolución No. 0489 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Cuadro 2. Metodologías de cálculo de la tasa de interés bancario corriente en Colombia

FECHA	FORMA DE CÁLCULO	INCLUYE	PERIODICIDAD
1992 - 1997	Promedio ponderado	Ordinario, tarjetas de crédito, redescuento	Bimensual
1997 - Mar 99	Promedio ponderado	Ordinario	Mensual
Mar 99 - Ago 00	Promedio ponderado con topes de entrada	Ordinario	Mensual
Sep 00 - May 02	Promedio simple de promedios ponderados por entidad	Ordinario	Mensual
Jun 02 - Jun 06	Promedio simple de promedios ponderados y rezagado con TIBC anterior	Consumo, micrócrédito, ordinario y preferencial	Mensual
Dic 31 de 2006	Promedio ponderado por cada modalidad	Consumo y tarjetas de crédito personas naturales, microcrédito, ordinario y preferencial.	Trimestral
Ene 02 de 2007	Promedio ponderado por cada modalidad	Microcrédito, consumo, tarjeta de crédito personas naturales, crédito ordinario y preferencial.	Trimestral

usura calculada como la tasa de interés corriente certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia multiplicada por 1.5. El incumplimiento de esta norma tiene implicaciones penales. Dicha tasa de interés bancario corriente se calcula como la tasa promedio ponderada cobrada por los bancos. Como se observa en el cuadro 2, la metodología utilizada para calcular la tasa de interés bancario corriente ha ido cambiando en su frecuencia, en los tipos de créditos incluidos y en su formulación. Actualmente el cálculo de esta tasa se realiza de manera mensual para los segmentos de crédito comercial y crédito de consumo (incluyendo tarjetas de crédito) y anual para microcrédito. Hasta diciembre de 2006 se certificaba una sola tasa de interés bancario corriente que implicaba una misma tasa de usura para todos los segmentos de crédito, en diciembre se calcularon tres modalidades (comercial, consumo y microcrédito) y posteriormente en enero de 2007 se corrigió uniendo las categorías de consumo y comercial.

Estados Unidos, a pesar de ser el mejor ejemplo de una economía que trata de evitar las restricciones al libre mercado, mantiene controles

a las tasas de interés a pesar de que éstas se han ido aboliendo para las operaciones de crédito a escala estatal, es decir que están exentos los bancos nacionales (denominados con las siglas N.A.). Actualmente todos los estados mantienen restricciones diferenciadas y con consecuencias legales distintas. En la mayoría existen varias tasas restrictivas que incluyen una “tasa límite legal” que tiene efectos sobre contratos de crédito firmados, un “límite de usura” que aplica a los casos en los que no hay contrato de por medio, y en ambos casos tienen sólo consecuencias administrativas, y por último un “límite de juicio” que es la tasa máxima permitida para evitar efectos penales. La forma como se determinan las tasas límite varía, aunque en la mayoría de los casos se toma como referencia alguna diferencia frente a las tasas de la Fed o de los bonos del Tesoro.

Chile tiene una legislación similar a la colombiana en este aspecto, tanto en la manera de calcular la tasa de usura (o tasa máxima convencional como se le conoce), como en las sanciones; sin embargo, allí se utiliza una clasificación más amplia en la que se consideran plazos y montos. Según la Ley 18.010 publicada en junio de

1981 y tal como se muestra en la tabla, la tasa de interés máxima convencional se calcula como 1.5 veces la tasa de interés corriente³ que es el promedio ponderado por montos de la tasa que es cobrada por los bancos y las sociedades financieras establecidas en Chile, distinguiendo las operaciones que se hacen en moneda nacional o extranjera, reajustables o no reajustables, y clasificadas según montos y plazos como se mencionó anteriormente.

Por último, Venezuela es un caso interesante debido a que mantiene restricciones sobre las tasas de colocación y de captación, limitando los márgenes de intermediación *ex ante* y las decisiones de las entidades crediticias.⁴ La legislación venezolana, mediante la Resolución de mayo de 2001, confirió al Banco Central la competencia para certificar las tasas de interés que rigen para todo el sistema financiero.

³ La tasa de interés corriente es calculada y certificada mensualmente por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

⁴ Aunque no es objeto del presente documento, en Venezuela existen también restricciones sobre la cantidad de créditos que deben ser otorgados por sector o tipo de cartera.

Cuadro 3. Cálculo actual del interés corriente y el interés máximo convencional en Chile

Moneda y reajustabilidad	Plazo	Monto	Ejemplo para agosto de 2006	
			Interés corriente	Interés máximo convencional
Operaciones no reajustables en moneda nacional	Menores a 90 días	< 5.000 U.F.	16.34	24.51
		> 5.000 U.F.	7.24	10.86
	Mayores a 90 días	0 – 200 U.F.	30.22	45.33
		200 – 5.000 U.F.	18.82	28.23
		> 5.000 U.F.	9.18	13.77
Operaciones reajustables en moneda nacional (UF)	Menores a 1 año	Sin distinción de monto	6.46	9.69
	Mayores a 1 año	0 a 2.000 U.F.	8.04	12.06
		> 2.000 U.F.	5.42	8.13
Operaciones expresadas en moneda extranjera	Sin distinción de plazo	Sin distinción de monto	6.46	9.69

U.F. unidades de fomento.

En el caso de las tasas activas, los bancos no podrán cobrar un interés mayor a la tasa que el Banco Central determina para las operaciones de descuento, redescuento, reporto y anticipo menos 0.5 puntos porcentuales. Las tasas pasivas que pagan las entidades financieras sobre sus depósitos de ahorro deberán pagar una tasa de al menos 6.5%. Para los depósitos a plazos esta tasa de interés mínima que deben ofrecer es de 10%. En cuanto a las tasas de interés por mora, la diferencia con la tasa de interés no podrá ser superior en 3% a la inicialmente pactada.⁵ Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en Colombia, el incumplimiento de estos límites sólo tiene implicaciones administrativas.

Conclusiones y comentarios adicionales

En Colombia la discusión sobre las tasas de usura se ha hecho más intensa a raíz de los cambios recientes hechos en la regulación y la mayor importancia que han ido adquiriendo estas tasas como guía del mercado en un contexto de menor inflación que ha reducido las tasas de interés acercando la tasa máxima permitida a las tasas que efectivamente son cobradas en el mercado.

Las restricciones sobre las tasas de interés son una práctica regulatoria más común de lo que se piensa que busca proteger a los prestatarios; sin embargo, como en la mayoría de regulaciones, las buenas intenciones terminan muchas veces eclipsadas por efectos adicionales que las restricciones tienen sobre el mercado y en particular en un tipo de bien en el que la información juega un papel fundamental.

⁵ Tomado de la Resolución N°06-09-06 del Banco Central de Venezuela publicada el 6 de septiembre de 2006.

⁶ Según el Decreto 4090 de noviembre de 2006.

Tal como ocurre en muchas de las regulaciones y restricciones sobre el mercado, una vez puestos los controles es más difícil pasar del experimento (el mundo con restricciones) hacia lo natural (libre mercado); por eso lo más complicado de las tasas de usura es abolirlas una vez se han establecido. Sin embargo, esta dificultad no sólo se deriva de un problema de economía política, pues a pesar de los innegables beneficios en el largo plazo, la principal duda si dichas restricciones son retiradas es sobre los costos que tendrían que pagar los clientes del sistema financiero en el corto plazo.

Ante esto habría que decir que los efectos de los controles sobre las tasas de interés varían. La eliminación de las tasas de usura tendría un efecto menor sobre mercados más competitivos, como es el caso del crédito preferencial, en los cuales se ubican los clientes con mayor capacidad de negociación y con mayor acceso al sistema financiero, algo que no se puede decir de segmentos como el microcrédito, el crédito de consumo y la mayor parte del crédito comercial. La decisión tomada el año anterior, creando tres diferentes tasas de interés⁶, apuntaba precisamente en esa dirección: se trataba de suavizar la restricción que generaba la existencia de una sola tasa promedio sobre el crédito en ciertos mercados y de esta manera reconocer las diferencias entre los segmentos del mercado crediticio, dándole especial importancia al microcrédito y otorgándoles incentivos a los establecimientos crediticios para aumentar sus colocaciones en este tipo de cartera.

Los controles a las tasas de interés surgen de una preocupación legítima por proteger la iniciativa privada de los sectores usuarios del crédito y está motivada por la búsqueda de la equidad. En la medida en que los mercados financieros se desarrollen y que los ciudadanos reciban y tengan la capacidad y disposición de conseguir

más y mejor información, la abolición de los controles sobre las tasas de interés es una posibilidad más cercana, pero un paso en este sentido requiere de análisis sobre los efectos de corto y mediano plazo sobre los clientes y las entidades, algo sobre lo cual la experiencia actual de la flexibilización del microcrédito podrá dar algunas luces a futuro. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Avio, K. L. (1973), "An Economic Rationale for Statutory Interest Rate Ceilings", *Quarterly Review of Economics and Business* 13:3, 61-72.
- Benmelech, E. y Moskowitz T. (2007), "The Political Economy of Financial Regulation: Evidence from U.S. State Usury Laws in the 19th Century", NBER, *Working Paper* 1285.1.
- Blitz, R. y Long M.F. (1965), "The Economics of Usury Regulation", *Journal of Political Economy* 73:6, 608-619.
- Bowsher, N. (1974), "Usury Laws: Harmful when Effective," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue Aug, pages 16-23.
- De Meza, D. y Giuseppe C. (2001), "In Defence of Usury Laws," FMG Discussion Papers dp369, Financial Markets Group.
- Espinosa-Vega, M. A. y Smith B.D. (2001), "Socially Excessive Bankruptcy Costs and the Benefits of Interest Rate Ceilings on Loans", Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper Series* 2001-27, November.
- Federal Reserve Bank of Chicago "Controlling Interest: Are Ceilings On Interest Rates a Good Idea?", http://www.chicagofed.org/consumer_information/controlling/_interest.cfm.
- Gilbert, A. (1986), "Requiem for Regulation Q: What it Did and Why it Passed Away", Federal Reserve Bank of St. Louis, febrero.
- Gilbert, A. y Holland S. (1984), "Has the Deregulation of Deposit Interest Rates Raised Mortgage Rates?", Federal Reserve Bank of St. Louis, May.
- Howell, N. (2005), "High Cost Loans: A Case for Setting Maximum Rates?", CCCL Background Paper, August. <http://www.debt-on-our-doorstep.com/files/griffithuni.pdf>.
- Jadlow, J. M. (1977), "Adam Smith on Usury Laws", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, págs. 1195-1200.
- Wenner, M. (1997), "Financial Regulation and its Significance for Microfinance in Latin America and the Caribbean", Washington D.C., December.

Las microfinanzas: de la teoría a la práctica

Carolina Gil*

Es amplia la literatura económica que ha estudiado la influencia del desarrollo del sistema financiero de un país sobre el crecimiento de su ingreso per cápita, la distribución del ingreso y el nivel de pobreza. Según algunos modelos teóricos, el desarrollo financiero impulsa el crecimiento económico y reduce la desigualdad, debido (principalmente) a que alivia imperfecciones de mercado y relaja las restricciones de crédito, que afectan con mayor severidad a los pobres. Desde esta perspectiva, el desarrollo financiero mejora la asignación de recursos en la economía y acelera su crecimiento. Según un estudio reciente (que abarcó 58 países en desarrollo), un mayor desarrollo financiero induce una aceleración del ingreso de la población más pobre superior al del PIB per cápita (medio), al tiempo que modera la desigualdad de ingresos y reduce la tasa de pobreza (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2004). No obstante, aunque gran parte de la evidencia empírica parece respaldar esta vertiente teórica, el debate alrededor de los beneficios sociales del desarrollo financiero aún persiste y en los últimos años con el auge de las microfinanzas¹ ha tomado una renovada fuerza.

Hasta el momento, los indicios del efecto que tienen las microfinanzas sobre la población de menores recursos provienen, en su mayoría, de estudios de impacto entre clientes de instituciones microfinancieras (IMF) reguladas y no reguladas. Dichos estudios se han concentrado en identificar cambios en el nivel de ingresos, en la acumulación de bienes y en los patrones de consumo. A escala mundial existe una positiva percepción del impacto de los programas de microcrédito y microahorro sobre la reducción de la pobreza. Sin embargo, la inexistencia de herramientas confiables de medición y dificultades técnicas han impedido obtener cifras concluyentes sobre la eficacia de las microfinanzas en un sentido más global.

El desarrollo de las microfinanzas en el continente asiático ha sido ampliamente difundido a través de la exitosa experiencia del Grameen Bank (Bangladesh). La concepción del microcrédito de Muhammad Yunus, su fundador y premio Nobel de Paz de 2006, ejemplifica el modelo asiático según el cual el crédito es un derecho y asegura la salida de la pobreza de las personas que, a través de grupos solidarios, acceden a préstamos de

bajo monto. Según diversos estudios, este banco ha logrado contribuir a aliviar la pobreza entre sus prestatarios, principalmente a través de la generación de autoempleo. Cálculos recientes indican que cada año sale de la pobreza un 5% de los clientes del Grameen Bank y que a los tres años éstos logran aumentar sus ingresos en 59% (en promedio).

De otro lado, el desarrollo de la industria de las microfinanzas en América Latina, que como se verá más adelante se dio de forma diferente al de Asia, también ha sido objeto de análisis y de múltiples estudios que buscan medir su impacto. Muchos de ellos utilizan como metodología las comparaciones de los ingresos y el consumo de dos muestras: una de beneficiarios de microcrédito y otra de no beneficiarios. En general, los resultados señalan incrementos en los ingresos de los

* Economista de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad de la autora y no comprometen la opinión de Anif. E-mail: cgil@anif.com.co.

¹ El término microfinanzas se refiere a la oferta integral de servicios financieros a la población de menores ingresos. Es un concepto amplio que abarca el de microcrédito.

grupos que recibieron microcréditos en el rango 20%-60%, dependiendo de las características particulares de los prestatarios y las condiciones de los créditos. Así mismo, se encuentran estudios que evalúan el impacto a nivel de empresa, los cuales han hallado cambios positivos en los activos del negocio y creación de empleo como resultado del acceso al microcrédito.

En línea con argumentaciones como la de C.K. Prahalad (autor del libro *Oportunidad de negocios en la base de la pirámide*), reconocidos organismos multilaterales, gobiernos de muchas naciones y gran parte de la comunidad académica mundial coinciden en afirmar que el microcrédito expande el poder de compra y las capacidades productivas de la economía al incluir nuevos agentes. Así mismo, las microfinanzas ayudan a mejorar la calidad de vida de los pobres, quienes a través de mecanismos adecuados de microahorro y microseguros, por ejemplo, logran una mayor protección frente a algunos de los múltiples riesgos a los que viven expuestos. No obstante, se debe tener claro que las microfinanzas no son por sí mismas una estrategia de desarrollo, sino que al ir acompañadas de políticas económicas y sociales integrales y sostenibles pueden convertirse en una herramienta poderosa para el alivio de la pobreza.

Evolución del microcrédito

Como se mencionó anteriormente, el microcrédito se desarrolló de manera distinta en Asia y en América Latina, dadas las particularidades de cada región en cuanto a factores de tipo geográfico, idiosincrático, económico y social, entre otros. La visión asiática, liderada por el Grameen Bank (creado en 1976) y difundida a través de las cumbres de microcrédito, desde sus orígenes se caracterizó por anteponer la focalización hacia la sostenibilidad, de ahí que las instituciones dedicadas

al microcrédito hayan sido por muchos años objeto de cuantiosos recursos de agencias donantes. El concebir el crédito como un derecho ha tenido grandes implicaciones de tipo teórico y práctico en el desarrollo de las microfinanzas en el continente asiático, en donde la metodología de grupos solidarios, las tasas de interés subsidiadas y el ahorro forzoso visto más como colateral que como ahorro mismo son algunas de sus principales características. A pesar de las buenas experiencias de instituciones microcrediticias como el Grameen Bank² en Bangladesh y en otras regiones de Asia (especialmente en zonas rurales con altísimas cifras de pobreza y miseria), es importante mencionar que muchos de los esfuerzos realizados en los últimos años para replicar este modelo de microcrédito en otras partes del mundo no han sido exitosos, probablemente porque la particularidad y complejidad de las características propias de estos países asiáticos generaron un modelo que parece ajustarse únicamente a esas realidades.

Por otro lado, en América Latina durante los años setenta se crearon instituciones especializadas en ofrecer servicios financieros a los sectores de la población de más bajos ingresos. Así mismo, a finales de ese decenio se empezó a reconocer la importancia de las unidades empresariales de menor tamaño en la dinámica económica de los países. Se desarrollaron entonces esquemas de financiación a familias pobres y microempresarios que operaban a través de organizaciones no gubernamentales (ONG), asociaciones y fundaciones que canalizaban los recursos de donantes y organismos multilaterales.

En general, estos esquemas tuvieron un carácter asistencialista y terminaron presentando alta morosidad en la cartera y baja recuperación de los créditos, lo cual limitó su sostenibilidad. Posteriormente, las IMF utilizaron los créditos como “zana-

horia” para promover la asistencia de los microempresarios a cursos de capacitación (Marulanda, 2005). Sin embargo, algunas ONG en América Latina lograron desarrollar tecnologías microcrediticias especializadas para hacer pequeños préstamos a familias de bajos ingresos y microempresarios de manera eficiente, casos que comenzaron a ser presentados como éxitos del microcrédito en los años noventa y que suscitaron el interés de nuevos actores que empezaron a incursionar en la industria de las microfinanzas.

Así, en la década del noventa se asumió el reto de “comercializar” las microfinanzas en América Latina (gran diferencia con el modelo asiático). Las ONG, que habían desarrollado tecnologías adecuadas, comenzaron a buscar nuevas fuentes de fondeo (distintas a las donaciones) que les permitieran seguir creciendo y alcanzar la autosostenibilidad, pero dado que por su naturaleza no tenían permitido captar recursos del público, muchas de ellas adelantaron procesos de transformación hasta convertirse en entidades financieras vigiladas. En Bolivia, por ejemplo, Prodem (una ONG) se convirtió en Bancosol, en Perú se creó Mi Banco con base en la experiencia de ACP Inversiones y Desarrollo (antes Acción Comunitaria del Perú) y en Colombia Finansol se transformó en Finamérica (Compañía de Financiamiento Comercial – CFC). Cabe mencionar que estos procesos de transformación no han sido comunes en Colombia, entre otros porque las ONG han contado con el apoyo del gobierno a través de la banca de segundo piso que les provee recursos de fondeo a bajo costo. Es así como en este país la gran mayoría de las ONG microfinancieras no han

² A marzo de 2007, el Grameen Bank tenía 7.06 millones de prestatarios, 2.399 sucursales y proveía servicios financieros en 76.848 aldeas, cubriendo el 91% de las aldeas de Bangladesh.

dado el paso hacia la formalización, lo cual les permitiría expandir su portafolio de servicios financieros y acceder a nuevas fuentes de fondeo que asegurarían su sostenibilidad en el largo plazo.

En el caso de Colombia, la crisis económica de finales de los años noventa capturó la atención del sistema financiero y del gobierno, por lo que el microcrédito perdió interés en la agenda pública. Adicionalmente, las redefiniciones en el cálculo de la tasa de usura se tradujeron en obstáculos a la expansión crediticia, desestimulando la profundización y la formalización financiera (Marulanda, 2005).

A lo largo del presente siglo, en América Latina y el mundo la experiencia exitosa de las entidades especializadas en microfinanzas comenzó a ser ampliamente analizada y reconocida, convirtiendo el microcrédito en un tema de gran interés para los gobiernos, los organismos multilaterales y el sector privado, que empezó a ver en él un negocio rentable.

En Colombia, el microcrédito volvió a tomar relevancia en la década en curso. En 2000, a través de la Ley 590, el Gobierno estableció la posibilidad para las entidades que otorguen microcréditos (créditos inferiores a 25 salarios mínimos legales mensuales) de cobrar una comisión, por fuera de la tasa de interés, con el fin de compensar los mayores costos que implica esta línea de financiación. En 2001, la Superintendencia Bancaria estableció el microcrédito como una nueva modalidad de crédito en el Plan

Único de Cuentas y facilitó un análisis de rentabilidad y riesgo más acorde con su naturaleza.

Desde 2002, el Gobierno ha fomentado el microcrédito a través de convenios con la banca comercial. El primero, firmado en agosto de 2002, estableció el compromiso de desembolsar \$300.000 millones anuales en microcréditos entre 2002 y 2006. En agosto de 2006, las cifras mostraron cómo el cumplimiento (promedio anual) de las metas fue de 226%, con un monto total desembolsado de \$3 billones en más de 900.000 operaciones.

El cuadro 1 muestra que las sumas desembolsadas por los bancos (incluyendo los redescuentos) han logrado igualar en poco tiempo las de las instituciones especializadas en microcrédito, aunque en términos del volumen de operaciones las cifras de las entidades bancarias aún son inferiores.

Según la Asociación Bancaria, buena parte del crecimiento de la cartera de microcrédito se explica por una expansión de la base de clientes de la banca. En 2006, más de 179.000 microempresarios accedieron por primera vez a crédito bancario (valor promedio de \$2.5 millones), explicando cerca del 70% de los desembolsos de ese año. De otro lado, según un informe reciente de esta asociación, las cifras de cartera bruta por regiones evidencian que el microcrédito presenta el menor grado de concentración de todas las modalidades de cartera, ya que mientras el 70% de los préstamos de consumo se concentra en Bogotá, An-

tioquia y Valle del Cauca, en el caso del microcrédito su participación en estas regiones es sólo de 29%, lo que significa que más del 70% se encuentra irrigado en los departamentos intermedios y pequeños.

Luego del éxito del primer convenio, en agosto de 2006 se suscribió un nuevo acuerdo entre el gobierno y el sistema financiero para colocar 2 millones de operaciones de microcrédito en el cuatrienio 2006-2010. La meta general de colocación de microcréditos para 2010 es de 5 millones de operaciones distribuidas así: banca 2 millones, cooperativas 250.000 y ONG 2.750.000.

En cuanto a la distribución actual de la cartera de microcrédito entre los establecimientos de crédito (vigilados por la Superintendencia Financiera) en Colombia, los bancos tienen alrededor del 94%, mientras que las compañías de financiamiento comercial participan con el 5% de ella (cuadro 2). Cabe destacar que según el valor de la cartera de microcréditos de los bancos, las entidades más importantes en este negocio son actualmente Banco Agrario, BCSC, Banco de Bogotá y Bancolombia; cuatro años atrás el orden era Banco Agrario, Bancolombia, Banco Caja Social y Megabanco, entidad que fue adquirida en 2006 por el Banco de Bogotá, de ahí que éste ocupe hoy en día el tercer puesto en este mercado.

La bancarización en Colombia es de 29.2% con al menos un producto, 27.2% con cuenta de ahorros, 7.8% con crédito y sólo 1.2% con micro-

Cuadro 1. Evolución del valor de los desembolsos y del número de operaciones de microcrédito en Colombia

Entidad	2002		2006		Crecimiento %	
	Monto (\$ millones)	No. Operaciones	Monto (\$ millones)	No. Operaciones	Monto	No. Operaciones
Banca comercial	144.551	44.270	647.416	149.487	348	238
Bancóldex	3.080	29	219.972	51.135	7042	176.228
Otros*	228.696	141.842	876.723	468.633	283	230
Total	376.327	186.141	1.744.111	669.255	363	260

* Fundaciones, Finagro, IFI.

Fuente: Banca de las Oportunidades.

crédito.³ Estos niveles son inferiores a los de otros países de América Latina como Chile, Brasil, Bolivia, Nicaragua y Ecuador. Entre otros, la bancarización depende de la cercanía a

una institución financiera: a mediados de 2006 alrededor de 292 municipios del país no tenían ningún tipo de servicios financieros, situación que ha comenzado a ser contrarrestada

a través de los corresponsales no bancarios (CNB)⁴, los cuales, como ha mostrado la exitosa experiencia de Brasil, ayudan a resolver el problema de los elevados costos de extensión de la cobertura.

Cabe recordar que, desde hace varios años, organizaciones de la economía solidaria han ofrecido servicios financieros (créditos, ahorros, seguros, fondos de solidaridad y educación, entre otros) a pequeñas empresas y personas en la escala de bajos ingresos en Colombia. Actualmente, dentro de las entidades reguladas por la Superintendencia de Economía Solidaria que prestan servicios de microcrédito se destacan: las cooperativas especializadas de ahorro y crédito, las cooperativas multiactivas con sección de ahorro y crédito y las asociaciones mutuales. En el cuadro 3 se presentan las principales cifras del mercado del microcrédito del sector de las cooperativas financieras en Colombia.

Por otro lado, dentro de las ONG especializadas en microcrédito (IMF especializadas no vigiladas), cabe resaltar la red de los cinco Bancos de la Mujer (WWB) que operan en Colombia (Cali, Medellín, Bucaramanga, Popayán y Bogotá), afiliados a Empezar. En el cuadro 4 se presentan las principales cifras de la red Empezar que a diciembre de 2006 atendía más de 550.000 clientes. WWB Colombia, catalogada como la ONG más grande en términos de volumen de cartera, número de clientes y crédito promedio y la séptima más rentable en América Latina, realizó recientemente estudios del impacto de sus créditos, encontrando que las características socioeconómicas y las percepciones sobre la situación del negocio de los

Cuadro 2. Cartera de microcrédito en Colombia por tipo de intermediario
Establecimientos de crédito
(Febrero de 2007. Cifras en \$ millones)

Bancos	Saldo	Part. %
BANAGRARIO	1.029.611	63
BCSC	348.503	21
BANCO DE BOGOTÁ	128.854	8
BANCOLOMBIA	108.008	7
BANCO POPULAR	8.083	0
BANCO AV VILLAS	5.437	0
BBVA	3.454	0
CRÉDITO	270	0
BANISTMO	100	0
BANCO SANTANDER	90	0
GRANBANCO	77	0
OCCIDENTE	65	0
SUDAMERIS	3	0
Total	1.632.554	100
Corporaciones financieras		
Total	0	-
Compañías de financiamiento comercial		
FINAMÉRICA	72.985	86
COMPARTIR	9.905	12
CONFINANCIERA	1.989	2
INVERSORA PICHINCHA	67	0
GMAC	52	0
Total	84.997	100
Cooperativas		
COOP FINAN CONFIAR (1)	8.631	61
COOPCENTRAL (2)	5.464	39
Total	14.095	100
Total establecimientos de crédito	1.731.646	

(1) Entidad cooperativa de carácter financiero. (2) Organismo cooperativo de grado superior.
Fuente: Superintendencia Financiera.

Cuadro 3
Mercado de microcrédito en el sector de las cooperativas
financieras en Colombia
(Diciembre de 2006. Cifras en \$ millones)

	Saldo	Crecimiento anual %
Cartera total	4.900.000	24
Microcrédito	99.470	88
Microcrédito inmobiliario	2.450	155
Número de microcréditos	33.700	49
Valor promedio por crédito	2.9	26

Fuente: Confecoop.

³ Cálculos de Asobancaria a julio de 2006.

⁴ De acuerdo con la Dirección de la Banca de las Oportunidades, se encuentran en operación 3.605 CNB, de los cuales 3.500 corresponden al Citibank (utilizando la red de terminales de la multinacional Gtech que opera Baloto en Colombia).

beneficiarios (personas naturales y microempresas) son mejores que las de una muestra comparable conformada por no beneficiarios.

Los expertos coinciden en afirmar que hacia el futuro el enfoque de las microfinanzas debe ser el de ofrecer acceso a servicios financieros integrales (no sólo crédito) a su población objetivo, dentro de la cual deben considerarse tanto los microempresarios como las familias de menores ingresos. La reciente incursión de los bancos ha empezado a cambiar el mercado, haciendo que la venta cruzada de crédito, seguros y mecanismos de ahorro cobre mayor relevancia. Adicionalmente, la entrada de otros jugadores como las empresas de servicios públicos y las grandes cadenas comerciales dará una mayor dinámica a los servicios financieros ofrecidos a los segmentos populares.

Limitaciones del microcrédito

Así como su espectacular crecimiento y logros han sido ampliamente reconocidos, el microcrédito también enfrenta limitaciones y críticas. En efecto, algunos de los supuestos sobre los cuales se basan sus defensores han sido debatidos en los últimos años por estudiosos del tema en diferentes partes del mundo. Por ejemplo, muchos de los proponentes del microcrédito como estrategia para reducir la pobreza suponen que todos los pobres desean ser emprendedores y que sólo les falta el capital para iniciar su microempresa. Esto, sin embargo, ha sido refutado por autores (especialmente de origen asiático) con evidencias estadísticas como la de un número significativo de trabajadores sin tierras en India, quienes han revelado que prefieren ser empleados y tener un sueldo estable a ser microemprendedores (Mahajan, 2003). Por otro lado, la estrecha relación entre microempresas, informalidad y desempleo

Cuadro 4
Principales cifras de la red Emprender*
(Septiembre de 2006. Cifras en \$ millones)

Bancos	Valor	Crecim. anual %
Cartera activa	754.065	40
Clientes activos	550.192	33
Valor promedio por crédito	1.4	33

* Es una organización sombrilla que ayuda a sus asociados a desarrollar sus operaciones de microcrédito. En este cuadro se incluye información relacionada únicamente con instituciones no reguladas (ONG), que en este caso corresponden a la red WWB Colombia.
Fuente: Emprender.

también desvirtúa este supuesto pues en un buen número de casos el microempresarismo aparece como una salida temporal al desempleo o como la manera más expedita de satisfacer las necesidades básicas en situaciones difíciles, en lugar de corresponder a una verdadera inclinación.

Así mismo, usualmente se asocia el microcrédito con la generación y/o crecimiento de microempresas exitosas (especialmente en la visión asiática del microcrédito). No obstante, al respecto es necesario realizar un análisis más profundo ya que si bien la microfinanciación puede catalogarse como una condición necesaria para la promoción de las microempresas, es claro que está muy lejos de ser suficiente. Los servicios financieros proporcionan un medio para adquirir bienes y generar intercambios posteriores a partir de éstos; sin embargo, estos servicios (como el crédito) no pueden mejorar directamente la disponibilidad, calidad o uso productivo de los bienes. Para que el microcrédito genere negocios rentables y sostenibles, se requiere combinarlo de forma coordinada con programas de formación y promoción empresarial integrales, que además tengan como referencia un marco regulatorio e institucional adecuado.

Los críticos más radicales han hablado de una *paradoja del microcrédito*, según la cual “es poco lo que la gente más pobre puede hacer

productivamente con el crédito; y quienes pueden hacer más, en realidad no necesitan tanto el microcrédito, sino cantidades más grandes y con condiciones distintas. Los clientes con la mayor experiencia comenzaron sus negocios utilizando sus propios recursos, y aunque no han progresado mucho—y no pueden, porque el mercado es demasiado limitado—tienen un volumen de ventas

suficiente como para seguir comprando y vendiendo, y probablemente lo harían con o sin el microcrédito” (Dichter, 2006).

Por otro lado, detractores de las microfinanzas han enfatizado el hecho de que, en general, en los países en desarrollo el mercado objetivo de las IMF se encuentra inmerso en un entorno de alta informalidad, fenómeno que estaría siendo reforzado por los programas de microcrédito que promueven la creación y el crecimiento de microempresas que empiezan a operar o lo siguen haciendo en medio de ella. Al respecto, varios autores plantean el siguiente interrogante: ¿dado lo extremadamente complejo, lento y costoso que puede resultar solucionar el problema de la informalidad (que retrata debilidades institucionales profundas y es más un síntoma de exclusión que de ilegalidad), no es mejor trabajar dentro del marco institucional existente y generar impactos positivos en la calidad de vida de la población más vulnerable? En la medida en que un micronegocio crece y se consolida, incrementando sus ventas y contratando más empleados, aumentan las probabilidades de que se registre legalmente ante las autoridades (Skertchly, 2000).

Para algunos, las actividades de las instituciones de microfinanzas son limitadas puesto que no deberían corregir únicamente las limitaciones financieras, sino abordar también

otras causas más cualitativas de la pobreza. Los argumentos a favor de la integración de servicios complementarios a menudo se basan en ciertas limitaciones percibidas de las microfinanzas. No obstante, esas limitaciones no son más que un reflejo de lo que se puede lograr con los servicios financieros. Las evidencias disponibles demuestran que las instituciones microfinancieras suelen ser menos eficaces cuando agregan actividades no financieras. Si bien es cierto que las microfinanzas no son el único servicio que necesitan los pobres, eso no significa que las instituciones que las proveen deban proporcionarles todos los demás servicios. Sin duda lo que se requiere es una combinación con otras intervenciones como programas de protección social y esquemas de educación y entrenamiento, en el marco de una estrategia más amplia de erradicación de la pobreza.

Desafíos de las microfinanzas

Dos de los grandes desafíos de las microfinanzas consisten en lograr un mayor alcance y garantizar la sostenibilidad. Es claro que se requiere expandir el alcance de las microfinanzas, el cual no sólo se refiere a cuántas personas se llega (escala del alcance), sino también a cuán pobres son éstas (profundidad del alcance). Un tema de discusión ha sido si existe realmente un *trade-off* entre la sostenibilidad financiera de las IMF y la atención a los sectores más pobres de la población. Comúnmente se afirma que las presiones crecientes en aras de autosuficiencia financiera y sostenibilidad pueden inducir a las IMF a abandonar a la población más vulnerable (dados los mayores costos que su atención implica), acerca de lo cual no se ha llegado a una conclusión definitiva. De otro lado, evidencias empíricas han hallado una correlación positiva entre la consecución de la

sostenibilidad financiera y la escala del alcance.

La estructura de la oferta de servicios financieros en América Latina está conformada de una parte por las entidades con criterio comercial, por otra por las entidades del sector cooperativo y, por último, por las ONG (grupo más representativo en cuanto a número de entidades). El fenómeno de la comercialización de las microfinanzas en la región ha involucrado el desarrollo de dos vertientes: i) *upgrading*: instituciones que tuvieron su origen en ONG y se transformaron en entidades reguladas y ii) *downscaling*: entidades financieras reguladas (bancos) que incursionan en el segmento de las microempresas y la población de menores ingresos (Marulanda, Paredes y Fajury, 2006).

Actualmente, la banca tradicional que ha consolidado procesos de *downscaling* y las microfinancieras que se han formalizado (*upgrading*) enfrentan una dura competencia por los clientes en términos de condiciones de precio, plazos, servicios adicionales, etc. Usualmente las microfinancieras incurren en los elevados costos iniciales de conocer los clientes y luego los bancos llegan a atraerlos con mejores condiciones, afectando seriamente la rentabilidad de las primeras que se basa en mantener relaciones de largo plazo con los clientes.⁵ De ahí que lograr mejoras en los niveles de eficiencia para poder competir con precios y plazos debe ser una de las prioridades de las microfinancieras.

Por otro lado, dentro del grupo de las ONG se tiene por un lado aquellas entidades que se especializaron en microfinanzas y que operan bajo un entorno competitivo, las cuales en la medida en que enfrenten restricciones de fondeo de donantes y encuentren poco viable su autofinanciación (sus alternativas de fondeo –créditos– son más costosas que

las de las entidades reguladas que captan depósitos) deberán pensar en formalizarse o buscar otro tipo de estrategias⁶ que les permitan continuar en el mercado. Las exigencias del marco regulatorio, la pérdida de beneficios tributarios, y el temor a perder el control una vez se traigan nuevos inversionistas (sociedades anónimas) son elementos que influyen negativamente en la decisión de formalización de las ONG.

De otro lado, se encuentran las ONG totalmente dependientes de donaciones que no se han desarrollado y que de no hacerlo pronto serán expulsadas del mercado. Durante muchos años los actores donantes (privados, bilaterales o multilaterales) subsidiaron las actividades de las ONG, permitiendo el avance de las microfinanzas, que en la actualidad enfrentan el reto de garantizar su sostenibilidad y a su vez demandan la evolución de las agencias donantes en línea con los cambios del mercado. Casos como los conocidos de mal uso de fondos por parte de donantes y receptores de las donaciones ya no serán admisibles. Así, los esfuerzos se concentrarán en las ONG microfinancieras eficientes y comprometidas, las cuales requerirán cada vez más de asistencia técnica para desarrollar

⁵ Dado que las microfinancieras conceden créditos escalonados (el cliente inicialmente obtiene un crédito de bajo monto y muy corto plazo, y si su cumplimiento es satisfactorio, se le otorgan créditos subsiguientes de montos mayores y plazos más largos), los costos de operación por cliente son descendentes en el tiempo.

⁶ La WWB de Cali utilizó un esquema de financiación interesante y novedoso que consiste en emitir bonos en el mercado de capitales sin haberse transformado en entidad financiera regulada (Bancosol –Bolivia– y Compartamos –México– habían acudido al mercado de capitales, pero luego de su transformación). Sin embargo, dada la fusión de las Superintendencias Bancaria y de Valores a finales de 2005, al final WWB terminó siendo vigilada por la Superintendencia Financiera (Marulanda, Paredes y Fajury, 2006).

productos y metodologías que permitan llegar a la población más pobre y ubicada en los lugares más apartados, en especial zonas rurales.

Es comúnmente aceptado que las poblaciones más críticas (geográficamente dispersas o con alta incidencia de enfermedades) no son clientes de microfinanzas adecuados sino que deben ser objeto de otro tipo de políticas. Para las demás capas de la población, las evidencias sugieren que las ONG logran focalizar mejor su atención en los créditos de menor tamaño, seguidas por las microfinancieras reguladas y luego por los bancos comerciales. Las ONG cuentan con flexibilidad para innovar, cobrar remuneraciones por encima del promedio de los entes vigilados y conformar alianzas estratégicas con entidades reguladas para llegar con servicios financieros complementarios o redes entre ellas para compartir conocimientos y disminuir costos.

Por su parte, los bancos e instituciones reguladas están obligados a avanzar en la venta cruzada entre los segmentos de población de menores ingresos y a mejorar la calidad del servicio, que a diferencia de lo que comúnmente se cree, también es importante para este tipo de clientes. Actualmente muchos de los actores interesados en las microfinanzas, entidades reguladas locales e internacionales, ONG, empresas de servicios públicos y cadenas comerciales, trabajan sobre el mismo mercado objetivo, es decir, sobre aquellos microempresarios y familias con las mejores condiciones, haciendo lo que se denomina comúnmente “descremar del mercado”. De allí surge un gran desafío para las entidades que, con equilibrio entre la rentabilidad económica y la rentabilidad social, decidan ir por el inmenso potencial que se encuentra en las capas inexploradas de la base de la pirámide (asalariados de más bajos ingresos y población no bancarizada), lo cual

requerirá, entre otras, de importantes innovaciones en tecnologías que hagan posible y viable manejar adecuadamente créditos de menor valor.

Conclusiones

A lo largo de las últimas décadas se ha venido gestando un fenómeno que ha alcanzado grandes proporciones a escala mundial: proveer de manera sostenible servicios financieros a las microempresas y familias de menores ingresos. Las actividades microfinancieras ofrecen una combinación entre impacto social positivo y retorno financiero, que ha despertado el interés de los gobiernos, los organismos multilaterales y los privados que tradicionalmente habían ignorado estos segmentos del mercado. Numerosos son los estudios que reconocen el impacto positivo del microcrédito, el microahorro, los microseguros, etc., en la calidad de vida y en el entorno económico de la población pobre y los microempresarios que han tenido acceso a ellos. El microcrédito ha sido catalogado como una herramienta poderosa para luchar contra la pobreza, siempre y cuando éste se conciba como un componente (no un sustituto) de políticas sociales integrales, que deben continuar siendo responsabilidad de los gobiernos.

Lograr mayores avances en materia de sostenibilidad y alcance (escala y profundidad) de las microfinanzas representa grandes desafíos tanto para las entidades reguladas (bancos y microfinancieras), las cuales deben lograr mejoras en eficiencia y desarrollar estrategias innovadoras que les permitan enfrentar la cada vez más intensa competencia, como para las entidades no reguladas llamadas a buscar mecanismos de autosuficiencia financiera para atender especialmente a la población más pobre, ubicada en las zonas más apartadas. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aroca, P. (2002), Microcredit Impact Assessment: The Brazilian and Chilean Cases, IDEAR, Universidad Católica del Norte, Chile.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. y Levine, R. (2004), Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence, World Bank Policy Research Working Paper No. 3338.
- Cohen, M. (1996), Overview of Studies of the Impact of Microenterprise Credit, Management Systems International.
- Dichter, T. (2006), Hype and Hope: The Worrisome State of the Microcredit Movement, Microcredit (All Dressed Up and No Place to Go), Microfinance Gateway.
- Globalisation Institute (2006), Microfinance: Harnessing Enterprise to Fight Poverty, London-UK.
- Gutiérrez, N., Análisis del impacto del microfinanciamiento en los aspectos económicos, sociales y productivos, EGADE-ITEM, México.
- Inter-American Development Bank (2006), An inside View of Latin America Microfinance, agosto.
- Levine, Ross (2005), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, Handbook of Economic Growth.
- Mahajan, V. (2003), Is Microcredit the Answer to Poverty Eradication?, Basix India, agosto.
- Marulanda, B. (2005), “Del microcrédito a las microfinanzas en Colombia”, Fedesarrollo, *Coyuntura Económica*, Vol. XXXV No. 2, segundo semestre.
- Marulanda, B., Paredes, M. y Fajury, L. (2006), Las microfinanzas desde un enfoque de competitividad, Red de Microfinanzas con auspicio del Fomin-BID, Informe final marzo.
- Navajas, S. y Tejerina, L. (2006), Microfinance in Latin America and the Caribbean: How Large is the Market?, Inter-American Development Bank.
- Otero, M. y Marulanda, B. (2005), Perfil de las microfinanzas en Latinoamérica en 10 años: visión y características, Acción Internacional.
- Sundaresan, S. (2006), Small Loans on a Large Scale, Columbia ideas at work, Columbia Business School.
- USAID (2002), Evaluación de impacto de los servicios microempresariales (AIMS), Clientes en contexto: los impactos de las microfinanzas en tres países, síntesis, enero.

¿Cómo afinar las mediciones del riesgo crediticio?

Carlos Ignacio Rojas*

El “nuevo” sistema financiero

El sistema financiero ya no es sólo un intermediario entre los agentes que tienen recursos excedentarios (ahorradores) y aquellos que necesitan esos recursos (inversionistas), creando un mecanismo a través del tiempo. Si bien sigue cumpliendo esa tarea, éste es mucho más que eso: crea productos que permiten que los individuos puedan no sólo ajustar sus preferencias intertemporales de consumo (logradas a través del ahorro), sino ajustar sus vidas según sus diferentes propensiones al riesgo. De esta forma, el mercado crediticio no sólo está distribuyendo recursos de unos agentes hacia otros y en diferentes momentos del tiempo: está transfiriendo riesgos de unos agentes que creen que tienen demasiado riesgo, a otros que tienen mayor apetito por el mismo. Así, el precio de transferencia (la tasa de interés) dejó de ser sólo ese nivel que equilibraba el sacrificio de consumo intertemporal con las necesidades de los inversionistas y ha pasado a con-

vertirse en un indicador que incluye el valor del riesgo.

Tipificación del riesgo

Riesgo es, según la Real Academia Española, “la contingencia o proximidad de un daño”. Esta definición tiene una connotación claramente negativa, haciendo que su uso común (aun en medios financieros) sea visto con temor. De pronto sería mejor acercarse a los orígenes etimológicos de la palabra: “lo que depara la providencia” (RAE 2001). Es, más bien, una realidad desconocida, pero, gracias a las matemáticas, es posible descomponer ese “riesgo” en eventos, a los cuales se les pueden asignar unas probabilidades de ocurrencia.

Por eso, el riesgo es inherente a la visión “moderna” del sistema financiero: éste “vive” del riesgo; de ahí que su éxito dependa del manejo del mismo. Es más, la esencia de las finanzas es esa: encontrar maneras de diversificar el riesgo. No es, como todavía piensan algunos, que una entidad financiera “no

tome riesgos”, porque para eso sería mejor cerrar el negocio, sino que sepa fijarle el precio a ese riesgo que está tomando. Gracias a los avances, no sólo en el conocimiento de las finanzas, sino en las posibilidades generadas por el avance tecnológico, las entidades del sector tienen la posibilidad de conocer mejor sus riesgos y, así, ser capaces de ponerles precio.

Riesgo de mercado

Esos mismos avances han permitido tipificar las diferentes clases de riesgos que tiene una institución financiera, de acuerdo con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo operativo.¹ Curiosamente,

* Vicepresidente de Anif. Se agradecen los comentarios de Sergio Clavijo y la colaboración de Camila Torrente. E-mail: crojas@anif.com.co

¹ Sólo se consideran estos tipos de riesgos, al ser inherentes a la relación sistema financiero-clientes. Los riesgos de descalce de plazo, tasas de interés, etc, son inherentes al manejo interno de cada institución.

Con la creación de mercados líquidos, los precios de los bonos empezaron a reflejar cambios en la percepción sobre el futuro. El resto de la historia ya es conocida: el riesgo de estos papeles se empezó a “medir” como un *spread* sobre el costo de endeudamiento del gobierno, considerado este último como “libre de riesgo”. En la medida en que estos papeles tuvieran variaciones en la percepción de riesgo,

Los avances computacionales de las últimas décadas han permitido que este concepto se haya vuelto una medida común de los riesgos de mercado que tienen las instituciones financieras. El riesgo de mercado se ha convertido así en un concepto del diario trajinar en el sistema financiero. Más aun, y para efectos de cálculo de pérdidas y capital regulatorio, aparecieron conceptos como el “Valor en Riesgo” (VeR). La sofisticación en los modelos de cálculo ha permitido segmentar las partes de ese riesgo de mercado en componentes como el riesgo crediticio del emisor del bono y su riesgo de liquidez.

Sin embargo, no ocurrió lo mismo con el riesgo de crédito para los instrumentos “ordinarios” de crédito.

Intuitivamente, las instituciones financieras han reconocido de tiempo atrás que las tasas para los clientes y productos con mayor riesgo crediticio tenían un costo mayor. Las medidas de provisiones para pérdidas reconocían esto. En el marco del primer Acuerdo de Basilea en 1988, los requisitos de capital reconocían el riesgo, al exigir que los activos se ponderaran por éste. Sin embargo, no se entendía que el riesgo creciera a tasas exponenciales. La ponderación dada, que implicaba un mayor costo de capital, era, por tanto, sólo una aproximación burda al verdadero costo del riesgo crediticio. La implementación en diferentes países de este primer acuerdo generó algunos incentivos hacia la toma de mayores riesgos en ciertos segmentos y la expansión de actividades que se suponía no generaban consumo de capital. Ante estas consecuencias no esperadas, el Comité de Basilea empe-

En el Nuevo Acuerdo se unifica la medida del riesgo crediticio como la Probabilidad de Incumplimiento (PI), la cual ya se estaba imponiendo en el mercado (incluso algu-



nas instituciones habían patentado nombres para describirla). Este avance logró algo importante: tener una medida para poder comparar el riesgo crediticio entre diferentes deudores, tanto para ordenarlos como para compararlos cardinalmente, un gran avance frente al método tradicional de evaluar un crédito bancario. El método tradicional consistía en hacer un análisis financiero de sus flujos para ver si el solicitante tenía capacidad de pago con este nuevo endeudamiento y así se tomaban las decisiones de crédito. Los más sofisticados creaban “escenarios” de flujos, para ver bajo qué circunstancias el repago no era posible, evaluando si esas circunstancias se iban a presentar o no. En ese sentido, se veía el riesgo como un problema binomial: si o no. No había, por tanto, una medida continua de riesgo que permitiera ordenar y comparar. Los mecanismos de *credit scoring* representan un avance al generar diferentes niveles de riesgo que permiten “ordenar” los riesgos. Los más avanzados en esta área trataron de equiparar las tablas resultado de este proceso con las calificaciones de riesgo crediticio generadas por el mercado (o las agencias calificadoras), cosa que podía hacerse sólo para algunas calificaciones (generalmente las mejores).

Claramente, el nivel de sofisticación de estas medidas de riesgo crediticio no estaba a la altura de los avances en el riesgo de mercado. Afortunadamente, esta situación cambió: los avances que se empezaron a dar partieron de tres marcos conceptuales diferentes, aunque relacionados: actuarial, estadístico-econométrico y “computacional”. El primer marco, traído del mundo de los seguros, parte de hacer análisis por “cosechas” de créditos, estimando probabilidades de incumplimiento equiparables a las tasas de mortalidad en los seguros de vida. Aquí se mira el comportamiento

a través del tiempo, y se llega a unas tasas de incumplimiento a lo largo del tiempo. Una vez revisada la historia de diferentes cosechas, se estiman unas probabilidades de incumplimiento (PI), y de allí se llega a una medida de riesgo crediticio para créditos con diferentes características. El segundo marco parte de un historial de créditos, tratando de encontrar variables que expliquen indicadores de “alerta temprana” para el incumplimiento en los pagos. De esta forma, usando indicadores financieros, que pueden ser nuevos o “tradicionales”, se obtienen ecuaciones “predictivas” de la PI. El último método utiliza un gran poder computacional para generar miles o millones de escenarios que generan, a su vez, situaciones de cumplimiento o incumplimiento. Usando las características iniciales de las simulaciones, se llega a otras ecuaciones predictivas de incumplimiento, cuyo resultado es una PI.

Requerimientos de información

Las discusiones sobre cuál de esos métodos es más conveniente pueden ser extensas, altamente técnicas y generalmente muy áridas. Sin embargo, algo es común a todos: la imperiosa necesidad de información de alta calidad. Allí se encuentra una posible explicación del relativo rezago en el desarrollo e implementación de estas técnicas: la falta de información confiable que permitiera hacer un análisis estadístico que fuera significativo.

El sistema arcaico de aceptar o rechazar un crédito se basaba en el conocimiento que un alto funcionario de la institución (gerente, director o vicepresidente de crédito) tuviera sobre la “moralidad crediticia” del

solicitante del crédito, generalmente porque este funcionario conocía de cerca al deudor. En la medida en que se incrementó el número de deudores, resultaba imposible conocer el detalle de todos. El método tradicional de analizar cada crédito necesitaba información únicamente del deudor

Los métodos más avanzados necesitan información de muchos deudores en diversos momentos del tiempo.

y partía del análisis de sus estados financieros. Los métodos más avanzados, por el contrario, necesitan información de muchos deudores en diversos momentos del tiempo. Sólo así se pueden crear modelos que sirvan para hacer predicciones acertadas sobre la probabilidad de incumplimiento. Las instituciones que habían sistematizado sus bases de datos, logrando conservar información histórica de sus clientes (especialmente de aquellos que incumplieron), fueron capaces de generar, independientemente del método utilizado, modelos de medición de riesgo crediticio.

Como resultado de este reconocimiento, el Nuevo Acuerdo de Basilea impone unos elementos a ser considerados por el supervisor-regulador para el mantenimiento de la información. La idea detrás de esto es asegurar que, hacia el futuro, las mismas instituciones puedan seguir perfeccionando sus modelos. El método basado en calificaciones internas (IRB por sus siglas en inglés) genera los incentivos para que cada institución conserve la información de sus clientes, de tal forma que pueda ir mejorando sus mecanismos de medición de riesgos. Esa es una gran fortaleza.

Como todos los modelos, los resultados quedan sujetos a críticas. Su objetivo es hacer una predicción sobre la probabilidad de que el deudor incumpla, basado en su **capacidad** de pago, no en su **voluntad** de hacerlo: es un modelo económico-financiero, no sociológico (posiblemente de mayor aplicación en el crédito de consumo). No porque el modelo no sea perfecto debe ser descartado: es claramente un avance sobre la aprobación o el rechazo de créditos basados en la intuición del analista o el gerente de crédito. La aplicación de estos modelos genera, a su vez, mayor información que debe contribuir a perfeccionar los mismos modelos. Sólo así se pueden sobreponer a las críticas válidas sobre su aplicabilidad, tales como la ciclicidad de sus resultados.

Situación en Colombia

Colombia no ha sido ajena a las innovaciones que ocurren en el mundo, aunque el rezago que tiene frente a los países desarrollados es notable. En el tema de riesgo de mercado, los agentes y el supervisor han entendido la importancia de tener un sistema de control del mismo. Las lecciones derivadas, entre otras, de la trágica quiebra del legendario Barings Bank (1995), hizo que el nivel de controles en este sentido se incrementara. La creciente presencia de bancos internacionales desde mediados de la década del noventa facilitó la transferencia de estas tecnologías, haciendo que hoy en día el sistema financiero entienda bien su importancia. El nivel de sofisticación de las mismas es de talla mundial. Los resultados de este proceso de control que pueden estar sujetos a alguna crítica no son resultado de estas metodologías, sino apenas un reflejo de un mercado poco líquido. En conclusión, se tienen buenas prácticas, pero falta el mercado para desarrollarlas a su pleno potencial.

Infortunadamente, en el campo del manejo de riesgo crediticio, todavía hay mucho que avanzar, especialmente en el tema del crédito empresarial. Después de la crisis de finales del siglo pasado (1998-2001), algunas instituciones líderes decidieron explotar los avances en tecnología para aprovechar el (entonces decaído) crédito de consumo. Así, empezaron a utilizar mecanismos avanzados para la medición de su riesgo crediticio en este segmento. Estas instituciones aprendieron rápidamente que el uso de modelos estadísticos es la mejor forma de penetrar los segmentos

El uso de modelos estadísticos es la mejor forma de penetrar los segmentos masivos del mercado.

masivos del mercado. En la medida en que han logrado grandes avances, han sido imitadas por otras instituciones. La calidad de sus modelos, sin embargo, será puesta a prueba cuando el ciclo crediticio empiece a “voltearse” y los incumplimientos en los créditos de consumo empiecen a crecer (durante los años 2007-2008). Los datos iniciales parecen sugerir que dicho punto de inflexión ha empezado a ocurrir (gráfico 2).

Por otra parte, ha habido avances regulatorios importantes, aunque insuficientes. La promulgación de reglamentación prudencial por parte

Cuadro 1. Calificaciones de cartera

Calificación	Días de mora
A	Hasta 30
B	31-91
C	91-180
D	181-360
E	Más de 360

Fuente: Superfinanciera.

de la Superintendencia Bancaria (hoy Financiera) contenida en el Sistema de Administración de Riesgo Crediticio (SARC) fue un avance en el tema. Esto representa un gran avance frente a los requerimientos de calificación de crédito, por cuanto la calificación de cartera no era prospectiva, sino que se basaba en hechos cumplidos y, por tanto, no era una medición de riesgo prospectiva: cualquier calificación diferente de “A” no refleja probabilidades de incumplimiento, es una certidumbre del mismo. Además, el número de niveles es insuficiente (A-D), (cuadro 1) y no refleja una distribución del riesgo crediticio (la mayoría de la cartera se califica como “A”). Adicionalmente, las ponderaciones por riesgo para los créditos no reflejan adecuadamente el verdadero costo del riesgo, e incluyen dos conceptos diferentes en la medición del riesgo crediticio: la probabilidad de incumplimiento y la pérdida dado dicho incumplimiento (PDI). Esto se hace de manera burda, al crear dichas ponderaciones de riesgo según tipo de cartera y garantía, suponiendo (correctamente) las diferencias que hay en las PDI.

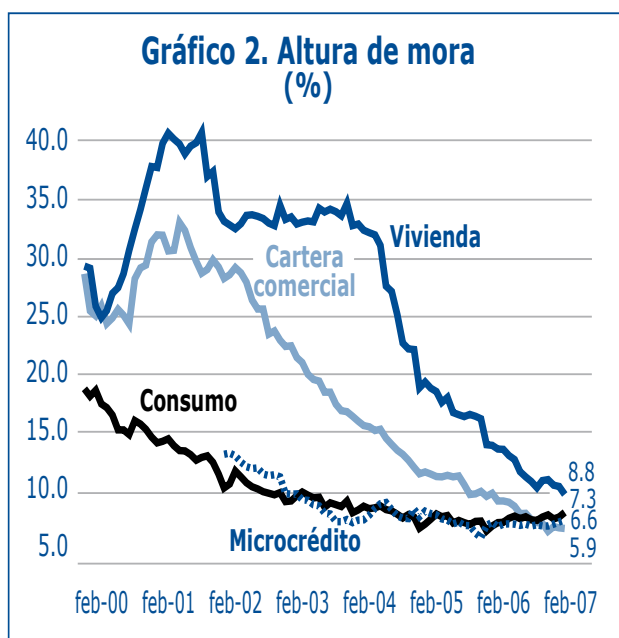
El problema del SARC, sin embargo, estuvo en la implementación del mismo: la creación de un modelo de referencia fue contraproducente, al generar los incentivos para que las instituciones financieras, por evitarse costos y ahorrarse las preguntas del supervisor, decidieran adoptarlo. La visión santanderista

del problema hizo que la supervisión se pegara a la letra de la legislación y no al espíritu del método IRB, sobre el cual está sustentado el SARC. Lo que el Comité de Basilea proponía era que se creara un modelo propio para cada institución, donde el supervisor se asegura de que el proceso sea consistente y técnicamente sólido y que los insumos utilizados para llegar al mismo sean de calidad. No le importan los resultados como tal, porque supone que cada institución tiene un incentivo en crear “buenos” modelos. Así, el modelo de referencia y su obligatoriedad implícita

por parte del supervisor terminaron castigando a las instituciones líderes.

En este caso, la inestabilidad regulatoria producida por el cambio de visión en el liderazgo del supervisor (de financiera a jurídica) “borró con el codo lo hecho con la mano” en el tema de riesgo crediticio. Afortunadamente las instituciones líderes lograron iniciar el proceso de mejora en la medición y manejo de su riesgo crediticio al encontrar valor en este enfoque. Es de esperarse que, en la potencial “destorcida” del ciclo crediticio, las instituciones líderes sean las que muestren mejores resultados.

Finalmente, la calidad de la información es un problema en Colombia en diferentes ámbitos. La calidad y confiabilidad de la información interna de las instituciones financieras es deficiente, en especial su componente histórico. A pesar de las grandes inversiones en sistemas, subsisten sistemas paralelos que no intercambian información, haciendo que los cruces terminen siendo manuales, o



Fuente: Superintendencia Financiera.

por medio de programas adicionales, generando altos riesgos operacionales. La arquitectura de información generalmente es el resultado de inversiones incrementales, y rara vez parte de una concepción integral del valor de la información de los clientes. Sin una base de datos sólida, es imposible crear modelos de medición de riesgo crediticio.

Afortunadamente Colombia es un país líder en el tema de las centrales de riesgo. No sólo por tener dos centrales privadas que compiten entre sí (Cifin y Datacrédito), y que logran un cubrimiento del sector real y financiero, sino porque están diseñadas de acuerdo con las mejores prácticas internacionales, es decir, contienen información histórica tanto buena como mala. Galindo (2007) anota que el 90% de los doce millones de individuos que tiene reportes en éstas sólo tienen datos positivos. Esta información es un insumo para la generación de modelos de riesgo crediticio con ajustes cíclicos, que permiten tomar mejores decisiones

bajo incertidumbre. Sin embargo, las discusiones actuales sobre centrales de riesgo sólo se enfocan en la parte de reportes negativos y no consideran que la información buena es la que permite que se recompense a esos nueve millones de colombianos que han sido cumplidos en sus pagos. Las instituciones individuales están compartiendo información para evitar que los clientes potenciales se endeuden por encima de sus capacidades, al arbitrar la información privada entre instituciones. Los esfuerzos populistas por “borrar” la información histórica retrasan el desarrollo de modelos de riesgo crediticio, beneficiando sólo a ese 10% con alguna mancha en su historial crediticio, a costa de la gran mayoría.

Por último, subsisten debilidades en la calidad y oportunidad de la información pública. Por una parte, la calidad y confiabilidad de los estados financieros de buena parte del mundo empresarial dejan mucho que desear. Sin información financiera confiable, que efectivamente refleje la situación de las empresas, es imposible tomar decisiones de crédito, y mucho menos generar modelos basados en los mismos.

La información divulgada por la Superintendencia de Sociedades, además de los esfuerzos de instituciones como Anif y proveedores, es de gran utilidad para el manejo del riesgo crediticio, al ser un insumo para crear y mejorar los modelos para el segmento empresarial. La pronta divulgación de dicha información permite una mayor transparencia para los participantes en el mercado, haciendo que los riesgos se puedan medir con mayor certeza.

¿Qué falta para desarrollar estos métodos?

Primero, es necesario un cambio de mentalidad: el riesgo no es una variable dicótoma, es un concepto continuo, al cual se le puede asignar un número. Posiblemente, eso parte de la formación académica y profesional, especialmente en los altos cargos. Se necesitan grandes habilidades matemáticas y estadísticas para entender estos conceptos, así como grandes cantidades de información y

dades debe velar por la calidad de la información financiera de las empresas y la prontitud de la divulgación de sus resultados. El Estado debe asegurarse de que esta información sea veraz y confiable. Adicionalmente, el legislador debe evitar la tentación de limitar la actividad de las centrales de riesgos. Los continuos llamados populistas a “borrar” de la lista a aquellos que han incumplido con el sistema financiero le hacen un flaco favor a las grandes necesidades de información. Peor aún que sean fun-

cionarios del mismo gobierno los que estén promoviendo esta “solución” para algunos sectores de la economía. Esto no sólo es discriminatorio sino iluso, al pensar que los demás sectores no van a exigir el mismo tratamiento. Contar con información de centrales de riesgo para todos los sectores económicos

Los continuos llamados populistas a “borrar” de la lista a aquellos que han incumplido con el sistema financiero le hacen un flaco favor a las grandes necesidades de información.

profesionales que sepan interpretarla. La aversión hacia los argumentos matemáticos y el uso de los casos excepcionales para descartar los resultados de los modelos es difícil de erradicar. Pero sin este instrumental no se puede avanzar en esta dirección de medición y posterior manejo de riesgo crediticio.

Segundo, falta un mayor compromiso con la calidad y cantidad de la información disponible. Inversiones en este campo por parte de las instituciones financieras deben redundar en la calidad de los insumos para el manejo del riesgo. Es de su propio interés asegurarse de mantener sus bases de datos actualizadas. Por otra parte, la Superintendencia de Socie-

dades debe velar por la calidad de la información financiera de las empresas y la prontitud de la divulgación de sus resultados. El Estado debe asegurarse de que esta información sea veraz y confiable. Adicionalmente, el legislador debe evitar la tentación de limitar la actividad de las centrales de riesgos. Los continuos llamados populistas a “borrar” de la lista a aquellos que han incumplido con el sistema financiero le hacen un flaco favor a las grandes necesidades de información. Peor aún que sean fun-

cionarios del mismo gobierno los que estén promoviendo esta “solución” para algunos sectores de la economía. Esto no sólo es discriminatorio sino iluso, al pensar que los demás sectores no van a exigir el mismo tratamiento. Contar con información de centrales de riesgo para todos los sectores económicos

promueven la “cultura de no-pago”. Las amnistías, la refinanciaciones y condonaciones de deudas (tan comunes en la historia cafetera), así como las intervenciones por parte de jueces populistas, entre otros, generan incentivos para no pagar. Aun con la capacidad para hacerlo, la inestabilidad jurídica general y el activismo de algunos jueces le indican a los deudores que es mejor negocio no pagar. Éste, sin embargo, es un tema que requiere un análisis particular, que no pretendemos abordar aquí.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2007), La altura de mora y la sobreexpansión crediticia 2003-2007, *Comentario Económico del Día*, enero 30.
- Anif (2007), El límite a las tasas de interés hipotecarias y la inseguridad jurídica, *Informe Semanal* No. 848.
- Anif (2007), La regulación financiera en Colombia: el paso de Basilea I a II, *Informe Semanal* No. 868.
- Galindo, A. (2007), El mito de las listas negras, *La República*, 2 de mayo de 2007, pág. 2A.
- Gieseke, K. (2004), *Credit Risk Modeling and Valuation: an Introduction*, mimeo.
- Kuhn, T. (1970), *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago University.
- Miller, M. y Rojas D. (2005), Mejorando el acceso al crédito para pequeños y medianos negocios (Pymes): un análisis estadístico de la factibilidad del desarrollo de modelos de información agregada para Pymes en Colombia y México, mimeo.
- Real Academia Española (2001), *Diccionario de la Lengua Española*, vigésima segunda edición, <http://www.rae.es/>.
- Schiller, R. (2003), *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, Princeton University Press. 

La titularización de crédito Pyme: mecanismo de acceso a recursos financieros

Adriana Nieto y Camila Salamanca*

Cada vez son más las personas que ven en la bancarización y en el acceso a los servicios financieros el medio para impulsar el desarrollo. Una mayor profundización del sistema financiero permite un mayor crecimiento económico, vía mayor disponibilidad de recursos. El impacto positivo es mayor en la medida en que los recursos estén disponibles a una amplia escala, posibilitando la financiación de todo tipo de proyectos. La extensa gama de iniciativas productivas en una economía ha llevado la anterior discusión al caso específico de la financiación de la Pequeña y Mediana Empresa (Pyme), especialmente en aquellos países cuyo desarrollo del sector productivo es aún incipiente. En países como Colombia el gran potencial de desarrollo social y económico se encuentra precisamente en el anterior segmento, al permitir que individuos de ingresos bajos y medios cuenten con los recursos necesarios para emprender iniciativas que les

ofrezcan posibilidades de crecimiento. Adicionalmente, impulsar este tipo de proyectos genera empleos y mayores ingresos.

Tradicionalmente en Colombia este tipo de empresas ha tenido altas restricciones financieras, principalmente debido a su grado de informalidad, a la pobre calidad de la información y a la ausencia de garantías suficientes para respaldar sus necesidades crediticias. Aunque los procesos de bancarización han permitido que muchas empresas de este segmento cuenten por lo menos con un historial crediticio, (durante 2006 se vincularon 179.000 nuevos clientes microempresarios), persisten aún las limitantes mencionadas. Las consecuencias son claras: ausencia o elevado costo del crédito.

Lo anterior ha puesto sobre la mesa la discusión concerniente a los instrumentos a través de los cuales se puede ampliar la oferta de recursos a las Pymes. Una de las primeras res-

puestas es la solución parcial ofrecida por la banca de segundo piso. No obstante, ésta ofrece soluciones parciales, pues no tienen la capacidad de cubrir la totalidad de la demanda de crédito Pyme. ¿Qué otra estrategia o instrumento podría ampliar la oferta de crédito a este segmento?

La titularización de crédito Pyme es una alternativa interesante. Este artículo expone de manera breve y simplificada el proceso de titularización de cartera, así como las ventajas que se desprenden del mismo; luego se describe como funcionaría el mecanismo en el caso de las Pymes, los avances que se han logrado en términos de titularización de cartera Pyme en el mundo y el campo que este instrumento tiene en Colombia.

* Actualmente investigadoras de Fedesarrollo. El grueso de este trabajo lo adelantaron siendo investigadoras de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad de la autoras. E-mail: anieto@fedesarrollo.org.co

Finalmente, damos algunas conclusiones y recomendaciones.

¿Qué es y cómo funciona?

La titularización, en términos generales, es el mecanismo mediante el cual los créditos u otros activos son empaquetados, suscritos y vendidos en forma de títulos valores a inversionistas. En el caso específico de la titularización de cartera bancaria, las sociedades titularizadoras, u otras entidades autorizadas, convierten un activo crediticio, cuya liquidez es reducida, en títulos valores susceptibles de negociación en mercados organizados y dotados de mayor liquidez.

Los agentes que intervienen en el proceso de titularización son: i) originador: entidad que posee los créditos otorgados. Éstos deben ser homogéneos respecto a sus condiciones, es decir, tener similares condiciones en cuanto a tasas, vencimientos, riesgo y plazos. ii) Estructurador: es el intermediario entre el originador y los inversionistas. Recibe los activos a titularizar y emite los títulos o certificados garantizados por esos activos. Representa legalmente al fondo constituido por los activos, supervisa la administración de los activos, vigila el correcto funcionamiento de la operación y su estructura financiera y vela por los intereses de quienes invierten en los títulos emitidos. iii)

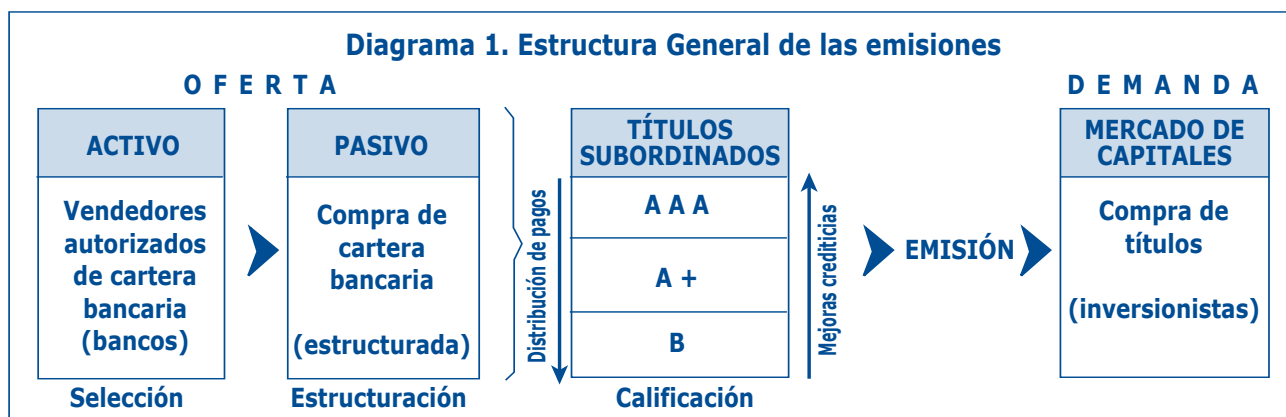
Administrador de la cartera: puede ser el originador, que a pesar de haber transferido su cartera de créditos continúa administrándolos, o un tercero diferente del originador. Éste recibe una comisión por su labor. iv) Garante: entidad que cubre el riesgo de incumplimiento del cobro de los activos titularizados, al ofrecer un respaldo adicional. Puede ser el Estado, una entidad multilateral u otra entidad financiera. v) Calificadora de riesgo: entidad que evalúa las características intrínsecas del conjunto de activos. vi) Inversionista: sujeto individual o institucional, que tomará los títulos valores emitidos por el estructurador. El riesgo para el inversionista está dado por la posibilidad del no cobro con respecto a la amortización de capital e intereses correspondientes a los títulos respaldados por los créditos.

El proceso de estructuración del título se puede clasificar en cuatro grandes etapas: selección, estructuración, calificación y constitución/emisión (diagrama 1). *Selección*: los intermediarios bancarios preseleccionan los activos que podrían ser titularizados (son revisados, se depura la información y se analizan los flujos financieros). *Estructuración*: está condicionada por las características financieras de los activos que los respaldan, es decir, el tipo de interés, la moneda de denominación, los sistemas de amortización (tipo

y periodicidad), la posibilidad de prepago, entre otros. Para determinar la viabilidad de las operaciones se llevan a cabo modelos de simulación que tienen en cuenta las anteriores variables. Adicionalmente, se definen las garantías y colaterales necesarios para el proceso, en acuerdo con las entidades calificadoras de riesgo. *Calificación*: una vez estructurados los títulos, la entidad calificadora evalúa las características intrínsecas del conjunto de activos, es decir, las garantías que tiene el título así como las mejoras crediticias que se le hayan hecho. Para tal fin la entidad tiene en cuenta la calidad del activo (evalúa criterios de selección, métodos de originación, características del administrador y del estructurador a través del cual se va a hacer la titularización), el flujo de caja (riesgo de no pago o mora, riesgo de prepago, descalce de plazos, entre otros) y la seguridad jurídica (estructura del vehículo², derechos y obligaciones de las partes así como el sustento jurídico y económico de la cobertura de riesgos crediticios).

Constitución: de este proceso resulta una serie de títulos con características definidas: clase del título, tasas, plazos y calificación.

² Se entiende por vehículo el medio a través del cual se transfieren los activos del originador hacia el inversionista transformándolos en un valor (i.e título).



Fuente: elaboración propia.

Igualmente, se establece el flujo de caja del mecanismo estructurado. En el caso de las titularizaciones de cartera bancaria, el flujo de caja está dado por los ingresos provenientes de las cuotas mensuales de los créditos y los intereses de mora; los egresos corresponden al pago de interés y capital, la comisión de administración al administrador del fondo, la comisión de custodia, la comisión de estructuración, y el pago de los mecanismos de cobertura. Es preciso aclarar que el pago de intereses y capital está priorizado; en primer lugar se pagan las comisiones y a seguir los intereses y capital de acuerdo con la subordinación de los títulos (por lo general se definen como clase A, B, subordinados, etc.) y finalmente los mecanismos de cobertura. Esta subordinación está diseñada con el fin de mitigar el riesgo de no pago de los deudores y garantizar la cobertura de los títulos. Adicionalmente, dado que existen dos modalidades de titularización, la sintética y la de venta completa, el pago de las comisiones varía según el modelo adoptado. Bajo el modelo sintético el estructurador recibe únicamente el riesgo de la cartera (y al momento de la emisión lo transfiere al inversionista), mientras que el originador continúa administrando los fondos correspondientes a los activos en cuestión, por lo tanto no hay pago de comisiones al estructurador por administrar la cartera. Bajo la modalidad de venta completa el originador vende los activos y sus correspondientes flujos

de caja futuros -principal e intereses- a los inversionistas a través del estructurador, en cuyo caso sí hay pago de comisiones por administrar la cartera. Una vez estos títulos están estructurados, garantizados y calificados, se emiten y se distribuyen al mercado.

¿Cuáles son las ventajas de titularizar cartera bancaria?

Los beneficios se derivan a partir de la transformación de plazos y tasas de los créditos y la transmisión de riesgo que los bancos realizan a través de este instrumento.

En primer lugar, la titularización permite ampliar la liquidez de la entidad bancaria, lo cual a su vez posibilita una mayor irrigación de crédito hacia la economía (diagrama 2). La entidad originadora está vendiendo una cartera que es un activo menos líquido, haciendo que este mecanismo sea sumamente interesante para las entidades financieras en los períodos de apretada liquidez.

Por otra parte, permite que la cartera salga del balance de los bancos, lo que libera capital, al ser la cartera uno de los activos que más pondera por riesgo a la hora de calcular la relación de solvencia.³ Así, las entidades bancarias pueden ampliar sus operaciones sin necesidad de aportar más patrimonio.

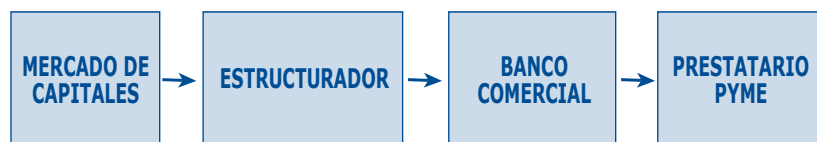
Así mismo, el proceso de titularización implica que se arme un conjunto (*pool*) de créditos con ca-

racterísticas de riesgo diferentes, lo que unido a la reducción en el riesgo que puede lograrse con la estructuración del mecanismo (*enhancement*) permitiría la colocación de títulos con un riesgo menor al de los créditos individuales. Así, la titularización implica también menores costos para las entidades financieras en la medida en que se traduce en una reversión de provisiones.

Adicionalmente, la titularización permite corregir los descalces de plazos que existen entre los créditos otorgados y los depósitos. Cuando la estructura de plazos del activo no coincide con la del pasivo, el intermediario se encuentra en situaciones en las cuales el costo de su financiamiento no coincide con el ingreso de sus pasivos y, por lo tanto, se ve en dificultades para cumplir con estos últimos. Si el proceso de titularización está diseñado para ser más compatible con las características del activo, el descalce intertemporal puede ser menor.

Por último, la titularización permite aislar cierto grupo de activos del riesgo general del originador, es decir, del riesgo propio de su actividad, a través de la conformación de patrimonios autónomos. En consecuencia, en caso de quiebra de la entidad originadora o del simple deterioro de su situación financiera, no se afecta el pago de las obligaciones con los inversionistas que compraron los títulos. De esta manera, la calidad de un título proveniente de un proceso de titularización resulta, en términos de riesgo, más fácil de evaluar que cualquier otra operación de endeudamiento, pues se concreta al análisis de riesgo de los activos titularizados sin que incidan otros factores.

Diagrama 2. Las Pymes en el mercado de capitales



Fuente: elaboración propia.

³ La cartera cuenta con una ponderación de 100%.

Caso Pyme, un mejor acceso a recursos

La principal dificultad para los bancos a la hora de brindar financiamiento a las Pymes radica en que su información contable presenta grandes deficiencias y que no cuentan con garantías suficientes para respaldar los créditos. Por lo general, estas empresas no tienen acceso a recursos de largo plazo, los créditos que obtienen son muy costosos, y les es difícil ser sujetos de crédito debido a la falta de colaterales o garantías.

Para el caso Pyme, un modelo de titularización funcionaría bajo el mismo mecanismo que una titularización de cartera ordinaria, bien sea bajo el esquema sintético o bajo el de venta completa. Sin embargo, las etapas de diseño, estructuración y emisión deben ajustarse a las características de este tipo de cartera. La particularidad del crédito Pyme es el riesgo inherente al mismo, que vuelve la financiación a este segmento mucho más costoso que la financiación a segmentos de mercado tradicionales. Este costo implica que los créditos Pyme están cargados con un *spread* adicional al costo mismo del capital (i.e. la tasa de interés por el préstamo de recursos), que está destinado a cubrir el costo de administración y la pérdida esperada de los créditos a dicho mercado.

Mediante el esquema de titularización del crédito se pueden mitigar los costos anteriores. La titularización de un activo permite al banco (originador) transferir el riesgo hacia el estructurador y posteriormente a su tenedor, y en consecuencia reduce el costo de crédito para el microempresario, generando un doble incentivo positivo al mercado de la cartera en cuestión. Por otro lado, el incentivo al sector bancario es cada vez mayor y se dinamiza cada vez más el instrumento—título—si éste cuenta con una liquidez adecuada, es decir, si tiene una buena

oferta y demanda en el mercado secundario en el cual se transe.

El diseño y estructuración de un título de cartera Pyme debe generar entonces un vehículo que sea suficientemente atractivo para el mercado, es decir, que genere un portafolio de buena calidad. Lo anterior implica que se estructure un paquete con una selección de tramos adecuada (que balancee el riesgo entre la cartera disponible), que ofrezca los colaterales pertinentes y, alternativamente, que cuente con mejoras complementarias al crédito subyacente. Esta última figura sería equivalente a que los títulos que se generen cuenten con el aval de una entidad sólida, que goce de una excelente reputación en el mercado (como sería el caso de una entidad de crédito multilateral o una entidad estatal). Si la titularización de la cartera es “eficiente” en términos de los requisitos anteriores, con seguridad este tipo de vehículo contará con una liquidez interesante.

Experiencia internacional

A nivel internacional los esquemas de titularización de activos son bastante frecuentes. Dentro de esta categoría, la titularización de crédito hipotecario es la protagonista, en especial en países como Estados Unidos donde en 2004 el 62% de los activos titularizados correspondía a títulos hipotecarios residenciales, con un 10% de participación de títulos de obligaciones de crédito. En Europa la distribución del mercado era mucho menos sesgada, con una participación del 50% de los títulos hipotecarios. A partir de entonces en Europa se ha reforzado esta tendencia. Las iniciativas más importantes se han llevado a cabo en Alemania, con el programa Promise; Italia, a través de “Bond di Distretto”, y España con su programa FTPyme. En América Latina la titularización de cartera Pyme se encuentra en una etapa muy

inicial; actualmente países como Perú, Argentina y Brasil adelantan esfuerzos para lanzar estos títulos al mercado.

La titularización de crédito Pyme en Europa surgió ante la necesidad de ampliar el crédito a este segmento de mercado. En Alemania se introdujo este instrumento cuando las condiciones de crédito para las Pymes eran cada vez más restrictivas: con mayor frecuencia menos bancos les ofrecían créditos a largo plazo, los costos de financiación ascendían (como consecuencia de los márgenes ajustados por riesgo) y se complicaba cada vez más la aprobación de créditos a ciertos sectores. España, por su parte, quiso impulsar su crecimiento económico dando un empujón a las Pymes, el apoyo estatal se dio vía avales del Ministerio de Economía y Hacienda que garantizaran los valores emitidos; este apoyo fue estipulado por seis años, entre 1999 y 2006. Adicionalmente los títulos contaron con una mejora crediticia anterior al aval, de tal forma que se redujera el riesgo del valor previa calificación. En Italia el programa buscó aumentar el crédito Pyme diseñando nuevos esquemas de crédito especiales para el segmento, los cuales posteriormente serían titularizados. El programa italiano tuvo beneficios de manera simultánea: otorgó créditos que se ajustaban en términos de estructura y precio a las necesidades de los pequeños y medianos empresarios a la vez que generaba un tamaño significativo de créditos homogéneos con un riesgo claramente identificable y manejable, lo que facilitaba la emisión de los títulos e impulsaba su liquidez.

En los tres casos relatados los procesos de titularización trajeron beneficios tanto para los bancos como para los empresarios. Por una parte, los bancos contaban con un mayor capital disponible para trabajar (i.e. ofrecer más créditos o realizar más inversiones), relajando sus restricciones

relativas de capital, e incrementaron su rentabilidad patrimonial en el negocio Pyme; por otro lado, las empresas recibieron una oferta suficiente de nuevos créditos a un costo favorable, con tasas más transparentes, hicieron un uso más eficiente de sus garantías crediticias y accedieron, aun cuando de forma indirecta, al mercado de capitales. Este último punto es de sumo interés, pues las Pymes, por su tamaño e informalidad contable, tienen un reducido acceso a este mercado. En efecto, en España era requisito para los valores emitidos por FTPyme que fueran negociados en el mercado de valores secundario español. El vehículo de la titularización incrementa los recursos disponibles para las Pymes y les permite acceder a mejores precios, toda vez que en el mercado de capitales hay más recursos y una mayor dinámica que puede ser favorable en términos de precios.

¿Está Colombia preparada?

Si bien en Colombia se han hecho esfuerzos para dinamizar el crédito a las Pymes, quedan aún muchos esfuerzos por hacer. De hecho, los desembolsos de crédito Pyme en el país han crecido rápidamente en los últimos cuatro años (ver gráfico 1); sin embargo, al observar la participación de las Pymes en el crédito total vemos que éstas tienen una baja participación (20%). Además el crédito a las Pymes es mucho más costoso que el crédito otorgado a las empresas de mayor tamaño.

Desde la perspectiva de los demandantes de crédito evidentemente existe un interés de parte de las Pymes por acceder a recursos financieros. De acuerdo con la Gran Encuesta Pyme de Anif, entre 2005 y 2006 alrededor del 50% de las empresas del segmen-

to no recurrió al sistema bancario como fuente de financiación, y de éstas aproximadamente un 70% no accedió a fuentes alternativas. Lo que se evidencia en la realidad es que estas empresas se autoexcluyen del sistema financiero, porque creen que serán rechazadas, por el exceso de trámites y demoras en los procesos de aprobación o porque consideran alto el costo de estos recursos. En términos de coyuntura, en los últimos

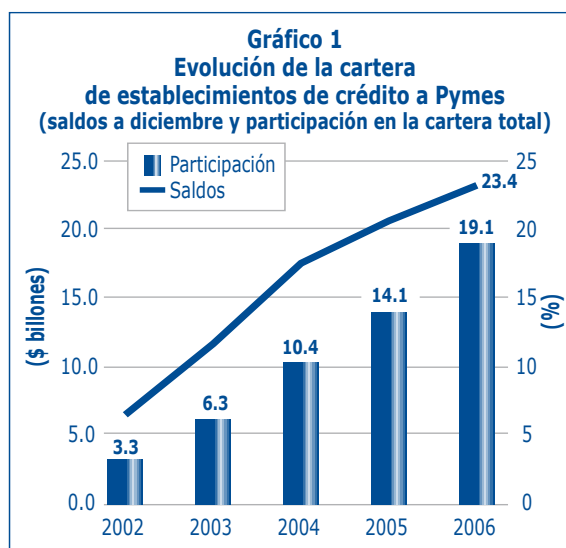
Lo que se evidencia en la realidad es que estas empresas se autoexcluyen del sistema financiero, porque creen que serán rechazadas, por el exceso de trámites y demoras en los procesos de aprobación o porque consideran alto el costo de estos recursos.

seis meses los costos operativos para el segmento Pyme han aumentado, y los márgenes se mantienen relativamente constantes, lo que nos permite intuir que las necesidades de recursos futuras serán más apremiantes. Adicionalmente, existe entre las Pymes un creciente interés por realizar inversiones productivas. De las empresas que reciben créditos éstas destinan una importante proporción a capital de trabajo.⁴

Dado que en otros países la titularización de créditos Pyme parece haber dado buenos resultados, se podría pensar en este mecanismo como una de las alternativas hoy existentes para irrigar un mayor monto de recursos financieros hacia las Pymes.

Hasta el momento en Colombia la titularización de cartera bancaria se ha dado únicamente para la cartera hipotecaria; sin embargo, existen claras motivaciones para explorar más a fondo las posibilidades de extender el esquema de las titularizaciones más allá de este mercado. Por una parte, la necesidad de dirigir un mayor monto de recursos financieros hacia el segmento de las empresas de menor tamaño. La segunda, los beneficios que trae la titularización para las entidades de crédito que se embarcan en estos procesos.

Para evaluar la posibilidad de la introducción de este esquema financiero al mercado de cartera Pyme en el país se deben tener en cuenta los siguientes elementos: por el lado de la oferta, la existencia de una cartera con las condiciones adecuadas y el interés por este instrumento por parte del sector bancario, y por el lado de la demanda, el estado y desarrollo del mercado de



Fuente: Asobancaria.

⁴ El 67%, 68% y 72% para los sectores de industria, comercio y servicios, respectivamente.

capitales en el país y el potencial de compra por parte de inversionistas institucionales. De manera breve discutiremos los puntos anteriores, haciendo uso de un estudio que actualmente se adelanta.

La oferta. Analizando los atributos de las carteras y las políticas de asignación a Pymes, se encuentra que sus condiciones son las requeridas para iniciar un proceso de titularización. El volumen de la cartera actual es significativo y suficiente, además, si la dinámica de este tipo de crédito se mantiene, es posible esperar una continuidad del esquema. En cuanto

mento; no obstante las condiciones de liquidez del mercado comienzan a revertirse este año: por una parte los bancos ya usaron sus fuentes de fondos alternativas, y por el otro, la política monetaria inicia un proceso de contracción, que al parecer será prolongado. De esta forma la libertad con la cual los bancos venían asignando créditos comenzará a ser mitigada, y éstos pensarán dos veces al otorgar créditos más costosos.

La demanda. Actualmente los inversionistas institucionales colombianos tienen un enorme apetito por inversiones que ofrezcan rendimientos interesantes, lo que se debe básicamente a que las alternativas hoy disponibles ofrecen rendimientos bajos. La situación anterior es causada por el estado del mercado: baja diversificación de emisiones que hace que el mercado se encuentre prácticamente inundado por títulos de deuda pú-

La titularización de cartera Pyme es un mecanismo interesante para dinamizar el crédito hacia este tipo de empresas.

blica, reforzada por las restricciones de portafolio a la que se encuentran sujetos los inversionistas y la alta liquidez a la cual se enfrentó el mercado en los últimos dos años.

En cuanto a las condiciones de desarrollo del mercado de capitales, actualmente en Colombia éste cuenta con el conocimiento y capacidad técnica para emitir este tipo de títulos. La experiencia obtenida a través del manejo de otros instrumentos permite que hoy el mercado cuente con el *know how* necesario para la transacción de estos títulos. Por otra parte, la introducción de los títulos hipotecarios tras la crisis económica de finales de la década pasada sentó el marco legal necesario para introducir este tipo de vehículo.

Conclusiones y recomendaciones

En Colombia se han hecho esfuerzos por aumentar el acceso de las Pymes a financiamiento formal; sin embargo, existen todavía varias limitantes, y en momentos de apretada liquidez, este es el segmento que más se ve afectado por las restricciones crediticias y por los elevados costos de financiación. En este sentido, la titularización de cartera Pyme es un mecanismo interesante para dinamizar el crédito hacia este tipo de empresas pues trae una serie de beneficios como una mayor liquidez para los bancos, la utilización eficiente del capital por parte de los originadores y la disminución de riesgos de descalce. Lo anterior permite la ampliación del negocio de intermediación, lo que a su vez puede traducirse en una mayor oferta de crédito, menores tasas de interés y menores márgenes. De hecho, varias experiencias internacionales han demostrado la efectividad de dicho mecanismo.

Si bien hasta hace unos meses las condiciones del mercado permitían a los bancos fondearse de una manera poco costosa a través de los depósitos que captan del público y el uso de otros instrumentos, esta tendencia comienza a revertirse. Como tal, hacer uso de un mecanismo de titularización en el cual se estructuren títulos con una selección de tramos adecuada, con los colaterales pertinentes y con mejoras complementarias al crédito subyacente resulta una alternativa interesante para la cual estaría garantizada la demanda por parte de los inversionistas institucionales. Esto resultaría beneficioso no solamente para los intermediarios financieros sino, dada la importancia que tiene este segmento empresarial para el aparato productivo colombiano, para la economía del país. 

Venta de cartera vencida: fuente de valor para la banca colombiana

Kenneth Mendiwelson*

A raíz de la presencia en el mercado colombiano de especialistas enfocados en la compra de cartera vencida de consumo e hipotecaria, y de la intención de la banca colombiana pública y privada de realizar procesos de venta de este tipo de activos, se ha desatado en el país una atención en esta industria que ha generado preguntas y especulaciones sobre el tema. Este artículo pretende explicar qué es la venta de cartera vencida, por qué surgió esta industria, por qué es interesante para un banco considerar esta opción, qué tipo de compradores existen, y cómo se espera que evolucione este negocio en el país. La tesis principal que propone el artículo es que la venta de portafolios de cartera vencida de consumo e hipotecaria de manera recurrente y ordenada es un negocio conveniente para los bancos, pues genera un valor importante cuando el comprador es un especialista que se alinea con las intenciones de largo plazo del banco vendedor.

¿Qué es la venta de cartera vencida y cuáles son sus antecedentes?

En este documento cartera vencida se define como portafolios de créditos de consumo e hipotecarios que han sido otorgados por entidades financieras a personas naturales que han incumplido sus pagos y que actualmente se encuentran en mora. Cuando una entidad financiera realiza una venta de cartera, ésta transfiere al comprador la propiedad del activo de manera que el comprador se convierte en el acreedor de todos los derechos inherentes al activo transferido y además de los riesgos implícitos del mismo.

Una venta de cartera vencida se hace a un descuento sobre el valor de capital. El precio es establecido con base en las expectativas de recuperación que tienen el comprador y el banco. El comprador logra un rendimiento sobre su inversión en la medida en que logre una recuperación

atractiva, pero es quien asume el riesgo de exponerse a los deudores del portafolio. El banco recibe un pago por el portafolio vendido y elimina su exposición a estos clientes, generando una serie de beneficios que se presentan más adelante en este artículo.

*Kenneth Mendiwelson - Presidente de Refinancia S.A. Con la colaboración de Ricardo Mejía y Claudia Botia.

Refinancia S.A. es un especialista en la compra de cartera vencida de consumo e hipotecaria en Colombia. Ha desarrollado modelos predictivos de comportamiento crediticio para entender la capacidad de pago de sus clientes de manera agregada. Ha realizado compras por más de \$220.000 millones y tiene relaciones de fondeo con fondos de inversión internacionales dedicados a invertir en activos improductivos. Cuenta con un equipo de más de cien personas a escala nacional, enfocadas a proveer soluciones financieras a sus clientes. Refinancia S.A. fue fundada en 2005 por Kenneth Mendiwelson como resultado de una tesis de grado realizada durante su maestría en Harvard Business School. Algunas de las opiniones expresadas en este artículo están basadas en esta tesis de grado.

El negocio de compraventa de cartera vencida comenzó a mediados de la década del ochenta cuando el mercado de crédito hipotecario de Estados Unidos, ofrecido principalmente por entidades llamadas Savings and Loans, entró en una crisis a raíz de los altos índices de cartera vencida que se registraron. Para subsanar el mercado, el gobierno americano habilitó la Resolution Trust Corporation (RTC) que se encargó de recibir la cartera vencida, empaquetarla en portafolios definidos y venderla a descuento a entidades que tuvieran habilidades de recuperación y administración. Comenzó así el mercado de venta de cartera vencida, cuyo modelo fue replicado rápidamente en diferentes economías europeas y asiáticas.

En América Latina el mercado de cartera vencida de mayor desarrollo ha sido el mexicano, a raíz de la crisis del tequila presentada en la banca en 1995. Para atender la crisis, los organismos gubernamentales mexicanos implementaron dos estrategias. La primera fue intervenir los bancos para sanearlos y venderlos a inversionistas extranjeros. La segunda fue agrupar los activos improductivos (carteras malas y daciones en pago) para diseñar un programa de venta a inversionistas potenciales con capacidades de recuperación. El IPAB, Instituto para la Protección del Ahorro Bancario, fue la organización gubernamental encargada de administrar los procesos de venta de cartera improductiva que comenzó en 1999. En la medida en que los procesos del IPAB fueron exitosos, los bancos privados comenzaron a vender sus carteras improductivas de manera directa a los inversionistas y operadores, desarrollando así un mercado bastante dinámico.

En Colombia el mercado de compraventa de cartera vencida se ha desarrollado de una manera muy similar al de México. Poco después de la crisis financiera de 1999, se creó la Central de Inversiones (CISA) para re-

cibir la cartera castigada de los bancos intervenidos por Fogafin (como BCH, Granahorrar y Bancafé). Inicialmente CISA comenzó a administrar y a cobrar directamente estos portafolios; sin embargo después realizó ventas de portafolios que fueron comprados por inversionistas locales e internacionales. Al igual que en México, la banca privada observó esta tendencia y comenzó a desarrollar procesos de venta que se han realizado de manera privada a especialistas locales. Además, los bancos globales que tienen presencia en Colombia y que tienen la costumbre de realizar ventas de cartera vencida en otros países ya han comenzado a dinamizar el mercado.

¿Cuáles son las fuentes de valor que reciben los bancos al vender cartera vencida?

La venta de cartera vencida provee una serie de beneficios para los bancos que se traducen en un mayor valor generado para el negocio, puesto que permite un mejor enfoque en el crecimiento del negocio, disminuye costos y genera certeza frente al resultado de la operación. A continuación se detallan las principales fuentes de valor resultantes de los procesos de venta de cartera vencida.

Apoyo en las estrategias de crecimiento

Los bancos tradicionalmente han montado estructuras pesadas para administrar y recuperar la cartera vencida. Estas estructuras deben realizar mensualmente su mejor esfuerzo para negociar con los clientes, generar reportes y dar explicaciones sobre cómo esperan que se va a comportar

la cobranza de los clientes morosos. En estos procesos de cobranza se genera un desgaste importante en el banco pues se consumen recursos gerenciales, operativos y comerciales que dedican su tiempo e inteligencia en los procesos de recuperación.

En América Latina el mercado de cartera vencida de mayor desarrollo ha sido el mexicano, a raíz de la crisis del tequila presentada en la banca en 1995.

Encontrar talento comercial con conocimiento de producto y con capacidades de negociación puede ser uno de los retos más importantes para la banca de consumo o hipotecaria. Para nadie es un misterio que es especialmente común encontrar perfiles con excelentes capacidades de negociación en los departamentos de cobranza. Al vender su cartera vencida, el banco podría utilizar personas con grandes capacidades comerciales para que desplieguen estrategias de crecimiento. Este talento comercial que reside en los departamentos de cobranza está bien entrenado, conoce a los clientes y entiende los productos del banco. En muchos casos, este talento es considerado *back office*, cuando perfectamente podría ser utilizado en primera línea frente al cliente. La transferencia de este talento al frente comercial sin duda genera un valor importante, pues permite destinar recursos con capacidades y perfiles extraordinarios de los departamentos de cobranza de los bancos para lograr una mayor colocación de los productos de crédito al mercado. Así los bancos pueden concentrarse con mayor efectividad en el foco de su negocio que es la originación de créditos.

Ahorro en costos

Mantener cartera vencida en los bancos genera dos tipos de costos para la institución. En primera instancia están los costos resultantes de la operación de cobranza, como son:

- Costos de operación directa de recaudo: nómina de asesores que componen el *call center* y que interactúan directamente con el deudor.
- Costos administrativos y gerenciales: nómina de empleados que administran las relaciones con los abogados, generan reportes, administran archivos y gerencian la operación de cobranza.
- Servicios de apoyo: espacio, comunicaciones y recursos tecnológicos y servicios públicos que consume el recurso involucrado en el departamento de cobranzas.

En segunda instancia están los costos que resultan por mantener un activo improductivo (en este caso cartera vencida) dentro del banco, como son:

- Costo de fondeo: valor perdido al existir una exposición a cartera vencida que aumenta la percepción de riesgo que tiene el público ahorrador sobre la institución. Un mayor riesgo percibido aumenta el costo de captación del banco.
- Costo de oportunidad: valor perdido al tener un activo improductivo que no genera liquidez para originar cartera y/o realizar otro tipo de inversiones.

La venta de cartera vencida contribuye a que estos costos disminuyan o desaparezcan, generando un valor tangible para el banco. En el caso de los costos de operación, la reducción

es sustancial puesto que estos costos ya no son asumidos cuando no existe cartera vencida para administrar. Si un banco decide realizar de manera recurrente ventas de cartera vencida puede desmontar la estructura operativa de cobranza y reemplazarla por una pequeña estructura encargada de desarrollar y administrar los procesos de venta. Esto disminuye sustancialmente el número de personas involucradas en la operación y así los costos directos e indirectos asociados a esas personas.

Los costos de mantener el activo improductivo disminuyen sustancialmente cuando se realiza una venta de cartera. Por un lado, al liberarse de la cartera improductiva el banco mejora sus índices de calidad. Esto resulta en una mejor percepción de riesgo, que a su vez se traduce en un menor costo de captación. Por otro lado, el precio que recibe el banco al vender la cartera genera una liquidez que puede ser inmediatamente utilizada en inversiones productivas. Antes de la venta de la cartera, el banco no había logrado movilizar el activo en inversiones rentables, mientras que después de la venta, el banco puede capturar la rentabilidad sobre la liquidez que le ha generado el pago del precio por parte del comprador.

Certeza en las proyecciones del negocio

Para un banco es difícil tener certeza frente a la recuperación futura que se espera de un portafolio de cartera vencida. En los procesos de recuperación administrados por los bancos existe estacionalidad, y además existen factores exógenos que afectan las proyecciones de recuperación que se han determinado para el portafolio. La falta de certeza en estas proyecciones genera incertidumbre y variaciones en el cumplimiento de los presupuestos presentados por la administración del banco, que resultan

en desgaste e inclusive en pérdida de credibilidad.

La venta de cartera vencida permite manejar la certeza de las proyecciones en dos dimensiones. La primera dimensión tiene que ver con cuánto se va a recuperar de la cartera vencida. La segunda dimensión tiene que ver con cuándo se va a recuperar la caja esperada del portafolio.

En los mercados en donde las ventas de cartera se han desarrollado hasta un nivel de madurez suficiente es común encontrar rangos de precios estandarizados, con base en las alturas de mora de los portafolios y en los tipos de producto que se transan (tarjetas de crédito, libre inversión, hipotecario, autos). En la medida en que se conocen estos rangos de precios, el banco aumenta la certeza de los flujos de caja y la liquidez que va a manejar sobre la cartera vencida. Esta certeza genera estabilidad y mayor capacidad de planeación, mejorando el cumplimiento de la administración de sus presupuestos.

La venta de cartera también genera mayor certeza frente a los ciclos de conversión de caja del activo improductivo. Cuando el banco decide realizar la venta, puede planear con certeza cuándo quiere recibir la máxima caja posible del portafolio, sin tener que esperar en el tiempo a que la recuperación se lleve a cabo. Así optimiza la planeación en la utilización de caja.

¿Qué características tienen los especialistas que compran cartera vencida de consumo e hipotecaria?

En general, un comprador de cartera debe tener la habilidad para valorar, administrar y recuperar/refinanciar el portafolio de créditos, de manera que se logre ofrecer un precio de compra justo para las partes y el mayor valor de recuperación posible de los deudores que se encuentran en mora.

La labor de valoración comprende entender la calidad de la cartera, los costos y los riesgos implícitos en la recuperación, dependiendo del tipo de portafolio que se está analizando. La administración de la cartera comprende realizar las gestiones requeridas para asumir las actividades inherentes a la atención y mantenimiento del activo. La recuperación comprende implementar estrategias especializadas de cobranza, que incluyen actividades de localización del deudor, contacto con el deudor a través de un *call center* especializado para entender las necesidades y capacidades del mismo, y negociación con el deudor dependiendo del caso que cada uno presente. En paralelo, el proceso de recuperación requiere de capacidades de impulso y procuraduría judicial para los procesos ejecutivos que se adelanten. Finalmente, la refinanciación comprende ofrecer alternativas para reemplazar obligaciones en mora con productos de crédito especializados que estén acorde con la capacidad de pago y el carácter del deudor.

Para desarrollar cada una de las habilidades descritas el comprador debe convertirse en un especialista en el negocio de compra y recuperación de los portafolios vencidos, acumulando un conocimiento absolutamente detallado sobre el comportamiento de los deudores en mora y montando una infraestructura operativa y comercial destinada a apoyar los procesos de recuperación.

El conocimiento que acumula el especialista debe basarse en la capacidad de entender el comportamiento de pago del nicho que compone el portafolio vencido. Para lograr un conocimiento útil frente al deudor en mora, un buen especialista debe haber recopilado información histórica sobre el comportamiento de pago del deudor moroso, y debe haber desarrollado modelos predictivos estadísticos que permitan segmentar los

portafolios con base en la recuperación esperada en cada perfil. Así logra entender el futuro comportamiento de pago de los deudores que componen el portafolio, y a la postre, ofrecer mejores precios.

Con base en este conocimiento, el especialista debe estar en capacidad de diseñar productos específicos para atender a los deudores, de manera que logre entender sus necesidades, su intención de pago y su capacidad de pago. Estos productos deben incitar al deudor a asumir la obligación, y deben estar muy ajustados a sus capacidades.

Además, el conocimiento debe resultar en que el especialista diseñe y monte una capacidad operativa y comercial perfectamente alineada con las características de los deudores de los portafolios comprados.

Finalmente, un buen especialista considera a los deudores en mora sus clientes, pues es a éstos a quienes ofrece productos, y es a través de estos clientes que desarrolla su negocio. Si el especialista es descuidado con sus clientes, la imagen del banco vendedor se ve afectada, y en el largo plazo perjudica la estabilidad del negocio y de la industria.

¿Qué especialista debe considerar la entidad financiera para hacer sus ventas de cartera vencida?

En el mundo y en Colombia se han desarrollado distintos tipos de compradores de cartera. Por un lado están algunos compradores oportunistas que no tienen interés de mirar el negocio en el largo plazo, pues consideran que un portafolio puede ser rentable sin importar el trato que se le dé a los clientes, ni el impacto

que una venta pueda tener sobre la reputación del banco. Los bancos deben tener mucho cuidado con este detalle, pues pueden quedar afectados si desarrollan relaciones con este tipo de comprador. Por otro lado están los compradores institucionales de largo plazo que buscan desarrollar negocios recurrentes con los bancos, y que además se aseguran de ofrecer realmente

El comprador debe convertirse en un especialista en el negocio de compra y recuperación de los portafolios vencidos.

soluciones adecuadas y sostenibles a los deudores.

En el momento de tomar la decisión de venta de su cartera vencida, la entidad financiera debe seleccionar con cuidado al especialista con el que comenzará una relación de largo plazo y observar algunos atributos críticos, como son:

- Reputación y credibilidad en el mercado con base en la experiencia demostrada.
- Recursos de inversión suficientes para realizar compras recurrentes.
- Infraestructura operativa y comercial para atender con calidad a los deudores.

Credibilidad y buena reputación en el mercado

El especialista debe poseer una buena imagen en el mercado, producto de su experiencia en procesos organizados en compras anteriores y en el cumplimiento de sus obligaciones con las entidades financieras. Es esencial que el especialista brinde

apoyo al banco en el diseño de los procesos de venta, en los contratos que se estructuran para apoyar la venta, y en el proceso de entrega y migración de las obligaciones vendidas.

Capacidad de compras recurrentes

Es fundamental que el especialista tenga la capacidad de inversión suficiente para realizar las compras de portafolios. Cada portafolio transado normalmente contiene un número importante de obligaciones, y los precios de venta resultan ser en millones de dólares (en muchos casos se hacen transacciones de más de US\$10 millones). Es así como el especialista debe comprobar que tiene los recursos de inversión para comprometerse con el banco a realizar los pagos establecidos, y la capacidad de realizar fondeos estructurados exitosos y seguros. En este nivel se requiere de un grado de sofisticación financiera alta por parte del especialista para poder cumplir con las obligaciones adquiridas.

Calidad en la atención a los clientes

La capacidad operativa para ofrecer buena calidad en la atención asume que el especialista tiene un orden en los procesos comerciales, un *back office* estructurado con mucha precisión, un alto grado de tecnología de información para manejar un número importante de créditos de consumo o hipotecarios (*core* bancario), unas relaciones con las centrales de riesgo, una capacidad de reporte y una total formalidad en las relaciones con los clientes. Es decir que el especialista

debe haber realizado una inversión importante en la estructuración de su operación para asegurar la buena calidad en el servicio y en la ejecución del negocio.

¿A futuro cómo evolucionarán las compras de cartera vencida en el mercado colombiano?

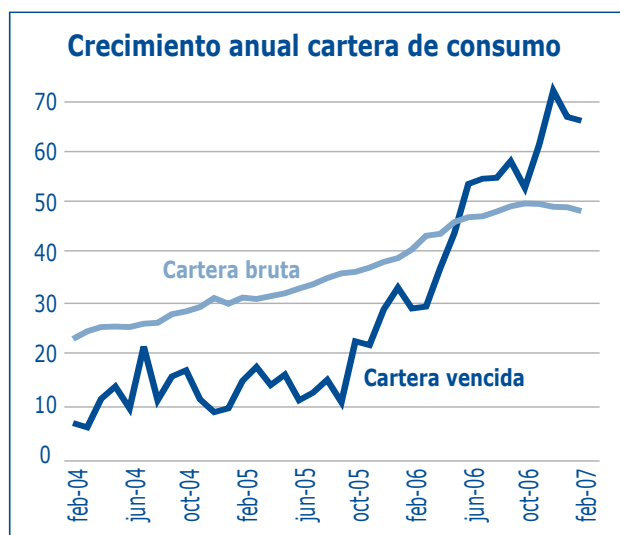
El crecimiento esperado en la cartera de consumo e hipotecaria durante los próximos años muy seguramente vendrá acompañado del crecimiento de la cartera vencida. Como ejemplo, las cifras a febrero de 2007 corroboran que el crecimiento acelerado del crédito de consumo a ritmos del 48.5% respecto a febrero de 2006 vino con un crecimiento de la cartera vencida a un ritmo del 66.4%, como se observa en el gráfico.

Adicionalmente, según la Superintendencia Financiera en su reporte de evolución de cartera, se ha determinado que el nivel de cartera de consumo vencida ha sido el más alto en los dos últimos años, ubicándose en 5% a febrero de 2007,

mientras que en diciembre de 2005 estaba en 3.9%.

Es imprescindible que el mercado colombiano continúe el crecimiento en la colocación de crédito a personas, a raíz del nivel tan bajo de profundización crediticia que actualmente tiene el país en comparación con países con mayor sofisticación financiera. Pero es igualmente imprescindible que los valores absolutos de cartera vencida que se manejen en los bancos también aumenten de una manera importante. Por consiguiente, se espera que los bancos estructuren mecanismos eficientes para administrar la cartera vencida de una manera ordenada y siguiendo las mejores prácticas internacionales; y es claro que a escala mundial, el negocio de compra de carteras vencidas es un negocio desarrollado que ha proporcionado una fuente de valor para los bancos.

Es entonces muy probable que los bancos continúen desarrollando relaciones y alianzas con especialistas que compran cartera vencida, siempre y cuando estos especialistas logren proveer valor en las transacciones que se realicen. Sin embargo, es importante que los bancos escojan bien con quién desarrollan estas relaciones, eliminando la posibilidad de vincularse con oportunistas que destruyan valor. Escoger aliados de largo plazo que realmente prueben que son especialistas en compra de cartera vencida, y que realmente tengan interés de generarle valor al banco, debe ser una consideración estratégica importante en el futuro cercano de las instituciones financieras. Así se contribuirá a administrar de manera adecuada el crecimiento del crédito de consumo e hipotecario, tan esperado en el país. **ANIF**



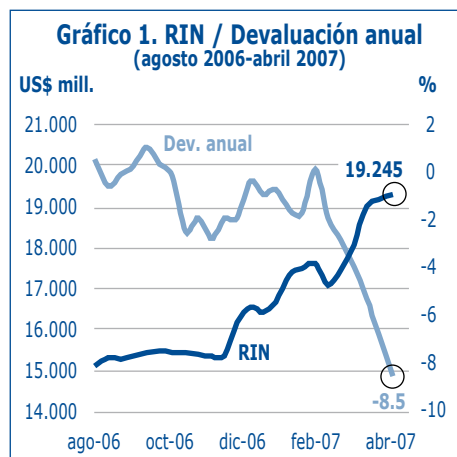
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Dirección de Investigación y Desarrollo, Subdirección de Análisis e Información. Informe: Evolución de la cartera de créditos de los establecimientos de crédito, febrero de 2007.

Reservas internacionales, criterios de liquidez y costos cuasifiscales*

A raíz de la abultada acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) por parte del Banco de la República (BR), especialmente durante los primeros meses de 2007, algunos medios y analistas (liderados por *Portafolio* y Anif) hemos venido preguntándonos por la consistencia conceptual que encierran las políticas del BR en dos áreas: 1) el nivel de las RIN vs. el nivel de la Tasa Representativa de Mercado (TRM) como guía de la política monetaria-cambiaria; y 2) el nivel *relativo* de las RIN y su supuesto “costo de oportunidad”.

Recordemos que el BR informó que, a marzo de 2007, sus RIN habían llegado a niveles de US\$19.300 millones, después de haberlas incrementado en más de US\$3.800 millones durante el primer trimestre de este año. La motivación pública que ha esgrimido el BR ha sido la de “hacer intervenciones masivas” conducentes a evitar una mayor apreciación del peso frente al dólar, resistiendo niveles de mercado de \$2.250/dólar y, más recientemente, de \$2.100/dólar (ver gráfico 1).

Surge entonces la pregunta: ¿acaso la conducción de la política monetaria-cambiaria debe hacerse en atención a los valores (absolutos) de algún nivel particular de la TRM (*¿remember* el



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

famoso piso de los \$2.300/dólar de diciembre de 2004-agosto de 2005?). Si así fuera, esto implicaría un giro (desafortunado) respecto a la política seguida entre 1999 y 2004. En esos años se aplicaban intervenciones reguladas en el mercado cambiario que obedecían a una estrategia trazada en función del nivel *relativo* de las RIN (frente a diferentes indicadores externos) y no frente a niveles particulares de la TRM.

Guiar la política cambiaria según niveles arbitrarios de la tasa de cambio nominal fue uno de los grandes infortúnios de los años 1970-1980. En los años 2005-2007, el BR ha tenido episodios donde han primado las intervenciones

cambiarias de tipo discrecional, lo cual ha contribuido al rebrote inflacionario de principios de 2007. Como veremos, un esquema más apropiado es aquel donde el BR se concentra en su tarea antiinflacionaria y limita sus intervenciones a cumplir con determinados indicadores relativos de las RIN. Entre tanto, el Gobierno debe manejar una política fiscal anticíclica, balancear su endeudamiento externo-interno a contrapelo del ciclo internacional y evaluar la conveniencia presupuestal de apoyos temporales a los sectores agrícolas afectados.

El proceso de acumulación de RIN: ¿cuáles han sido sus motivaciones?

A principios de 2003 algunos congresistas consideraron que las RIN de Colombia resultaban excesivas aun a los niveles moderados de US\$10.300 millones que se tenían en ese entonces. No sólo concluyeron que el “costo de oportunidad” de las RIN era elevado (crítica en la cual confluyeron tanto el Partido Liberal como el Polo Democrático), sino que terminaron recomendando que los “excesos” de las

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 879 de mayo 7 de 2007.

RIN (¡entre unos US\$500 y US\$5.000 millones!) debían cedérsele al gobierno para que éste procediera a “prepagar” la deuda pública.

Anif tuvo oportunidad de analizar en detalle dicho *impasse* (ver Informe Semanal No. 821 de marzo de 2006) y concluyó que: 1) no existía tal “exceso” de RIN y, de hecho, el país lo que necesitaba era incrementarlas para mejorar sus indicadores “precautelativos” frente a la volatilidad de los mercados externos; 2) el BR cometió un error de cálculo político al dar una señal de contentillo al Congreso (... OK, “ahora que lo pensamos políticamente, nos sobran por ahí unos US\$300-500 millones”), procediendo entonces a una insulsa “ingeniería financiera triangulada” con el MHCP; y 3) no existía la posibilidad de hacer prepagos de deuda pública (neta), en tanto el gobierno continuara con déficit fiscales abultados del orden del 4%-5% del PIB.

Análisis de los indicadores de las RIN

Uno de los indicadores claves para determinar el nivel adecuado de liquidez

internacional proviene de analizar la relación RIN/Amortizaciones externas. Como se observa en el cuadro 1, dicho indicador era de 1.07 al finalizar el año 2003 y se elevaba a 1.22 cuando se tomaban las amortizaciones del año siguiente. En ambos casos la conclusión técnica debía ser la de incrementar las RIN, no reducir las. En ese mismo cuadro se observa que, al incluir en el denominador la presión que ejercía el déficit en la cuenta corriente, dicho indicador (en realidad) se ubicaba muy cerca de la unidad, cuando lo recomendable era llevarlo a niveles de 1.2-1.3.

El BR tenía entonces credenciales para haber impulsado la acumulación de RIN durante el período 2003-2005, ciñéndose a criterios técnicos de liquidez internacional, sin necesidad de hacer mención o halago especial al nivel de la TRM, que bien sabemos la determina globalmente el mercado (cuenta corriente + cuenta de capitales). Al finalizar el año 2006, las RIN alcanzaron niveles de US\$15.400 millones, registrando márgenes de liquidez entre 1-1.6, según el indicador que se prefiera.

Luego aun en esa coyuntura podría haberse alegado que por ra-

zones precautelativas era importante continuar elevando las RIN, cosa que se procedió a hacer en 2007, pero casi nunca explicando criterios de cantidades de RIN, sino obnubilados por el nivel de la TRM. Pues bien, a marzo de 2007, el nivel de las RIN bordeaba los US\$19.300 millones y hemos estimado que este nivel sería más que suficiente para enfrentar las posibles turbulencias internacionales, pues los diferentes indicadores fluctuarían entre 1.3 y 2.0 y sólo caerían a niveles cercanos a 1.1 si se contemplan elevados déficit en el año 2008.

Todo lo anterior nos lleva a concluir que: 1) la acumulación de RIN del período 2003-2005 bien podía justificarse desde el punto de vista precautelativo de alcanzar niveles holgados de liquidez internacional, sin necesidad de cambiar el discurso a favor de tal o cual nivel “arbitrario” de la TRM; y 2) los niveles de RIN alcanzados en 2006-2007 lucen bastante favorables y, según estos criterios técnicos, el BR haría bien en dejar de acumular RIN pues con ello ha empezado a poner en riesgo sus metas de inflación por cuenta de los excesos monetarios que ello le ha acarreado.

Cuadro 1. Indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2003	2006	2007 (e)
Saldo			
Reservas Internacionales Netas (US\$ millones)	10.916	15.436	19.173
Indicadores			
A. Indicador de amortizaciones de deuda externa			
Amortizaciones deuda externa (US\$ millones)	10.173	13.617	9.839
Reservas netas / Amortizaciones deuda externa del año en curso	1.07	1.13	1.95
Reservas netas / Amortizaciones deuda externa del siguiente año	1.22	1.57	1.59
B. Posición adecuada de liquidez externa			
RIN / (Servicio de deuda año corriente)	0.87	0.94	1.51
RIN / (Servicio de deuda año siguiente)	0.96	1.21	1.26
RIN / (Amortizaciones de deuda año corriente + Def. cta. cte. año corriente)	0.98	0.93	1.28
RIN / (Amortizaciones de deuda año siguiente + Def. cta. cte. año siguiente)	1.11	1.03	1.13
C. Otros indicadores de reservas internacionales			
RIN como meses de importaciones de bienes	9.9	7.5	7.7
RIN / M3 (porcentaje)	36.5	31.0	35.5
RIN / PIB (*)	13.7	11.4	11.8

(e) Estimado.

(*) El valor del PIB en dólares corresponde a una estimación para el año 2007.

Fuente: Banco de la República.

Los costos cuasifiscales y el riesgo inflacionario

El BR acumula RIN a través de la emisión de dinero. Sin embargo, cuando la economía ya cuenta con un nivel adecuado de liquidez, estas compras de RIN deben proceder a compensarse (esterilizarse) a través de mecanismos que permitan contraer la base monetaria por otros canales. Dicha esterilización puede adelantarse a través de: 1) captar dinero mediante subastas o vía ventanilla lombarda inferior (ver Comentario Económico del Día 12 de abril de 2007); 2) vender su portafolio de TES, cuidándose de no generar desvalorizaciones en dicho mercado secundario; y/o 3) recibir dineros de la Tesorería

de la República. Todos estos mecanismos hoy se mueven dentro de límites relativamente estrechos y conllevan costos cuasifiscales significativos que drenan las utilidades finales del BR. Dada la liquidez internacional, no cabe esperar que el rendimiento de las RIN (efecto precio + volumen) logre compensar significativamente estos costos cuasifiscales.

El BR ha argumentado (con razón) que es válido incurrir en dichos costos si la combinación de estas políticas se evalúa como óptima para lograr mantener una adecuada liquidez internacional y al mismo tiempo la inflación bajo control. El problema es que si aparece un tercer objetivo (distinto al nivel de las RIN y la meta de inflación, como por ejemplo, el nivel de la TRM), entonces las políticas se desdibujan, los objetivos superan los instrumentos y los costos cuasifiscales se elevan innecesariamente. Más aun, el propio objetivo de la inflación puede verse comprometido.

¿Qué ocurre a nivel internacional?

El proceso de acumulación de las RIN no es, ni mucho menos, un fenómeno criollo. Por ejemplo, las reservas internacionales a nivel mundial se han

incrementado de forma significativa en los últimos años. En el período 2003-2006, éstas se incrementaron en un 58% (en dólares), con un significativo crecimiento de casi 14% durante el año 2006.

China ha completado ya niveles de RIN que superan el US\$1.000.000 millones (más de un billón de dólares frente a los US\$19.500 millones de Colombia), mostrando crecimientos de 24% anual en el período 2005-2006 (ver cuadro 2). Sus abultados superávits comerciales le han dado para incrementar sus RIN en US\$207.000 millones en 2006. Obviamente Estados Unidos está ansioso por lograr una devaluación en la relación yuan-dólar, a fin de moderar sus déficit comerciales con China.

A nivel de América Latina cabe resaltar la acumulación de RIN de Brasil, Argentina, Venezuela y Chile. En Brasil, por ejemplo, el nivel de RIN alcanza ya los US\$107.000 millones, con un crecimiento cercano a 86% anual en marzo de 2007 y la consecuente apreciación del real frente al dólar. La diferencia con Colombia es que la acumulación de RIN aquí viene motivada por los procesos de privatizaciones e inlfujos de capital *offshore* y no por vía de superávit en la cuenta comercial; de

hecho, tendremos un déficit externo de unos US\$800-US\$1.000 millones en 2007. Como lo hemos explicado en otras ocasiones, los “fundamentales” de la economía colombiana deberán inducir una depreciación del peso frente al dólar y la menor liquidez internacional frenará el ímpetu de la cuenta de capitales probablemente en la primera mitad de 2008. Para esa eventualidad ya se cuenta con un adecuado nivel de RIN en Colombia.

Conclusiones

Como hemos visto, el proceso de acumulación de RIN en Colombia no contó con una buena sustentación técnica, aunque existían motivaciones para haber actuado en esta dirección durante el período 2003-2005. Inicialmente se concluyó que “había un exceso de RIN” de unos US\$300-US\$500 millones al nivel de US\$10.300 millones de RIN que se tenían en 2003, pero se procedió a incrementarlas a niveles de US\$15.000 millones en 2006 y US\$19.500 millones en 2007.

La verdad es que los indicadores de liquidez internacional recomendaban haber actuado en esta dirección, sin atención particular a los niveles de la TRM. Amortiguar los posibles vaivenes de la tasa de cambio es perfectamente compatible con el esquema de inflación objetivo, a fin de disminuir los impactos que una rápida devaluación podría conllevar sobre la inflación de costos; lo que no tiene consistencia técnica es pensar que son los niveles de la TRM los que deben dictar la conducción de la política monetaria-cambiaria.

En síntesis, hemos visto que los indicadores de liquidez internacional para Colombia, en 2007, ya gozan de holguras significativas. Esto señala la conveniencia de no continuar con acumulaciones adicionales de RIN que podrían no sólo arriesgar las metas de inflación, sino representar costos cuasifiscales innecesarios para el BR. 

Cuadro 2. Total reservas internacionales (US\$ millones)

País	2003	2006	Variación 2006-2003 (%)		Variación % 2006-2005
			Absoluta	Relativa	
Top 5*					
China	420.116	1.084.708	158.2	37.2	23.5
Japón	682.373	893.497	30.9	9.4	0.2
Rusia	75.805	300.458	296.4	58.3	59.5
Taiwan	212.895	270.657	27.1	8.3	-0.2
Corea del Sur	159.468	242.300	51.9	15.0	7.9
América Latina					
Brasil**	50.450	106.193	110.5	28.2	85.9
Argentina	14.533	31.437	116.3	29.3	8.0
Venezuela	17.077	30.449	78.3	21.3	16.5
Chile	16.264	19.668	20.9	6.5	8.8
Colombia**	11.090	19.245	73.0	20.0	27.0

* Base en ranking de 2006. ** Colombia RIN a abril de 2007, Brasil RIN a marzo de 2007.
Fuentes: Banco Mundial, Banco de la República y cálculos Anif.

La Base de la Pirámide Económica (BPE): los mensajes de Prahalad para Colombia*

A finales de marzo de 2007, el profesor C.K. Prahalad, autor de la destacada publicación *Oportunidades en la base de la pirámide*, visitó Colombia. Su propósito era doble. De una parte, era la figura central del seminario “Creando oportunidades para la mayoría en Colombia”, organizado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y apoyado por entidades del sector privado nacional, incluyendo a Anif. De otra parte, Prahalad quería participar en una serie de talleres con empresas exitosas de Colombia. Esto con el fin de entender mejor la clave de sus éxitos y poder así continuar enriqueciendo su historial de “masificación de productos y servicios”.

Organismos multilaterales, como el BID, el Grupo del Banco Mundial (BM-IFC) y la ONU han venido insistiendo en la importancia de reducir las brechas sociales y económicas. Una forma clave de hacerlo es brindando oportunidades a la población de menores ingresos para que se integre al mundo de la provisión de bienes y servicios. Estos mercados tienen el potencial de masificarse rápidamente en múltiples áreas (salud, transporte,

telecomunicaciones); Prahalad se ha especializado en identificar los procesos requeridos para que estos mercados sean replicables a escala global, empezando por los países con una “pirámide social ancha” (China, India, Malasia, Brasil, México, entre otros).

En el año 2006, el BID había lanzado su iniciativa “Oportunidades para la mayoría”. Ésta tenía como eje central introducir un nuevo enfoque en las actividades de desarrollo económico y social que adelanta el Banco en América Latina. En ella se destaca la activa participación del sector privado, descubriendo y abordando la satisfacción de las necesidades básicas de forma “sostenible” y apoyada en soluciones de mercado.

Se ha hecho entonces evidente la coincidencia de agenda de las multilaterales con las tareas que venían desarrollando Prahalad o el mismo Yunus. Este último fue el creador del exitoso Grameen Bank de Bangladesh y el ganador del Premio Nobel de Paz en su versión de 2006. La ONU ha destacado que “esta forma de hacer negocios masivos” constituye una manera efectiva de ir construyendo

las bases para reducir los índices de pobreza, tal como se ha esbozado ya en las llamadas Metas del Milenio (ver Informe Semanal No. 860 de diciembre de 2006).

La esencia conceptual de “la base de la pirámide”

Según Prahalad, la Base de la Pirámide Económica (BPE) está compuesta por los 4.000 millones de personas que, a escala mundial, viven con menos de dos dólares diarios. Curiosamente, hasta hace muy poco era común considerar esta porción de la población como un lastre o como víctimas dependientes de la caridad y de los programas asistenciales del gobierno. La visión de pobreza de Prahalad rompe con ese paradigma de “conmiseración”, pues pasa a enfocar a los pobres como parte activa de un mercado de consumidores y agentes emprendedores.

Se trata entonces de apoyarse en la BPE para que el sector privado desarrolle estrategias empresariales

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 877 de abril 23 de 2007.

Cuadro 1. Paradigmas frente a la pobreza		
Tema	Visión tradicional	Visión Prahalad
1. Los pobres	a. Lastre.	Mercado activo.
	b. Agentes pasivos.	Nuevos consumidores y empresarios.
2. Papel sector privado	a. Servicio estandarizado.	Innovación (sector financiero) Escalable y transferible.
	b. Responsabilidad Social Corporativa.	Expansión de los mercados.
3. Gobierno	Asistencialista.	Sostenible (ONG-sector privado).
4. Financiamiento	Apalancamiento limitado.	Información como vehículo de acceso (centrales de riesgo).

Fuente: elaboración Anif.

innovadoras en productos, servicios, distribución y comercialización, de tal manera que dichas estrategias sean escalables (mayor tamaño) y transferibles (a otras zonas geográficas). El cuadro 1 resume la esencia de dichas estrategias, las cuales deben llevar a una creación compartida entre gobiernos nacionales y locales, consumidores y empresarios de la BPE, ONG y empresas privadas.

Los mercados de la BPE deben convertirse en parte integral del negocio del sector privado. La llamada Responsabilidad Social Corporativa (RSC) es claramente insuficiente. Por contraste, la BPE ofrece ideas de negocios rentables-sostenibles. El éxito del trabajo con la BPE se cristaliza cuando se logra expandir la clase media, “convirtiendo la pirámide en diamante”. Esto le daría soporte y legitimidad a los procesos democráticos.

Aplicaciones para Colombia

Se ha estimado que en Colombia la BPE está representada por cerca de 23 millones de personas, el equivalente al 53% de nuestra población total (ver gráfico 1). Un excelente ejemplo de concreción de la BPE en

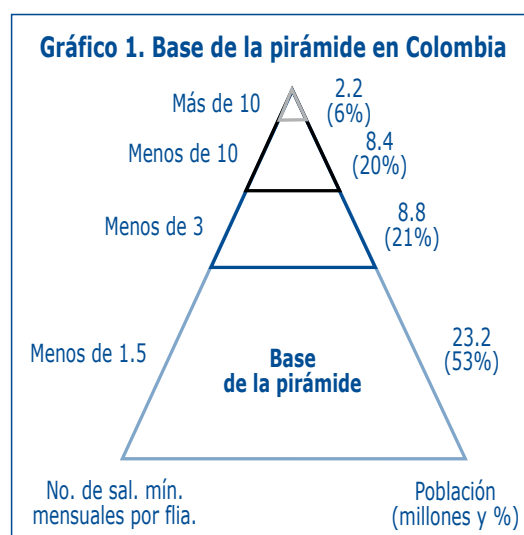
Colombia ha tenido que ver con la expansión del mercado de la telefonía celular. Cerca del 72% de los usuarios de la telefonía móvil se encuentra entre los estratos bajos (1-3). Éste ha sido un desarrollo rápido y con grandes beneficios sociales inmediatos. Por ejemplo, en el año 2001, la tasa de penetración de la telefonía móvil no alcanzaba el 10%. Para el año 2005 dicha penetración ya bordeaba el 50% (ver gráfico 2). El mayor acceso a las telecomunicaciones ha permitido que los trabajadores independientes (el plomero, el cerrajero) logren portar sus oficinas, ganando mercados y

eficiencia. Cabe resaltar que se trata de servicios provistos por el sector privado, en un marco competitivo.

Otro ejemplo exitoso de la aplicación de la BPE ha sido el del microcrédito en Colombia. Su historia se remonta a los bancos comunales, los fondos rotatorios y regionales de microcrédito; pero fue en el año 2002 cuando la banca privada colombiana inició un proceso masivo de penetración de estos mercados. En este caso las alianzas entre los programas impulsados por el gobierno y el sector privado han logrado grandes sinergias. El Gobierno suscribió un primer convenio de microcrédito con la banca comercial y se fijó una meta de desembolsos de \$300.000 millones anuales para el período 2002-2006. Al corte de agosto de 2006, dichas metas se habían prácticamente triplicado (ver gráfico 3).

En agosto de 2006 se suscribió un nuevo acuerdo tendiente a colocar 2 millones de operaciones de microcrédito en el cuatrienio 2006-2010. Esto implicaría duplicar los volúmenes registrados recientemente. La meta general de colocación de microcréditos para 2010 es de 5 millones de operaciones distribuidas así: banca 2 millones, cooperativas 250.000 y ONG 2.750.000.

La estrategia gubernamental de la Banca de las Oportunidades fue lanzada en septiembre de 2006 y busca precisamente promover el acceso al crédito y a los demás servicios financieros entre las familias de menores ingresos, las micros y las pequeñas empresas. Una parte fundamental de esta estrategia de largo plazo viene dada por los Corresponsales no Bancarios (CNB), los cuales deben operar como instrumento de abaratamiento y expansión de la bancarización en Colombia.



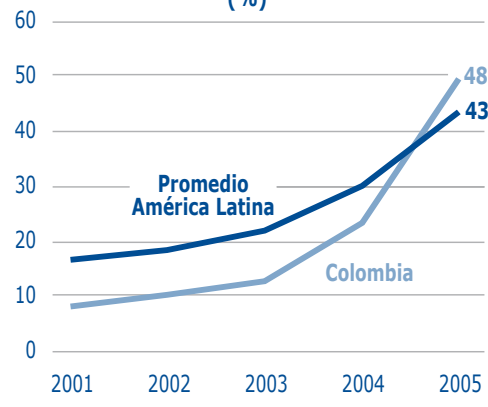
Fuentes: Raúl Alameda (2002) y cálculos Anif.

A marzo de 2007, ya existían casi ochenta CNB, distribuidos en veintidós departamentos colombianos, donde la iniciativa más dinámica ha provenido de los grandes bancos. Otro de los servicios financieros donde el principio de la BPE ha jugado un papel central ha sido en el “enganche” bancario a través de las cuentas de ahorro con tarjetas débito activas. Éstas pasaron de cinco millones de usuarios en 1995 a casi trece millones en 2006.

Sin embargo, los intermediarios financieros deben continuar esforzándose por ofrecer un portafolio de servicios más integral. Éste debe incluir, por ejemplo, mecanismos de ahorro, seguros, pagos, transferencias, créditos educativos, pensiones, etc. Este tipo de empaquetamiento de servicios financieros haría entonces honor a los principios de la BPE.

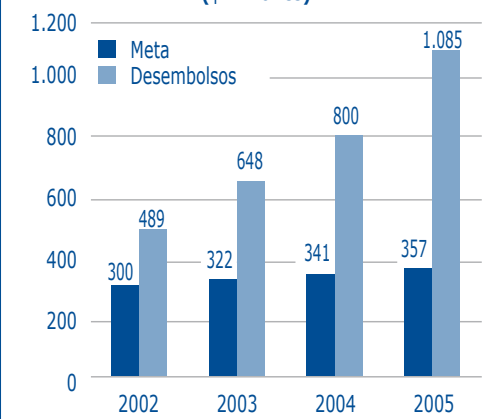
En Colombia existen varios proyectos que han logrado vincular este concepto de la BPE a la reducción de la pobreza y, en particular, a llenar las necesidades insatisfechas. Un caso notorio ha sido el de Codensa con su estrategia de fidelización de clientes. Esto le ha permitido a 360.000 hogares de Bogotá acceder a crédito para electrodomésticos (de los cuales el 95% pertenece a los estratos 1, 2 y 3). Más aun, este mismo vehículo se ha utilizado para prestar diversos servicios, incluyendo el de seguro (vida, accidentes y hogar), que ya se ha expandido a cerca de 170.000 hogares por esta vía. Así mismo, la Fundación Corona ha venido impulsando “Su casa como nueva paso a paso con pocos pesos”, que con el apoyo de diversas ONG y líderes comunitarios está mejorando la calidad de vida de cerca de 460.000 familias.

Gráfico 2. Penetración de la telefonía celular en Colombia (%)



Fuente: Comisión de Regulación de Telecomunicaciones (CRT).

Gráfico 3. Convenio de microcrédito 2002 - 2006 (\$ millones)



Fuente: Asobancaria.

Conclusiones

Los programas asistencialistas han sido criticados (con razón) por su insostenibilidad hacia el mediano plazo. En cambio, la esencia de la BPE provee mecanismos de lucha contra la pobreza a través de identificar la masificación de productos y servicios, donde los pobres pueden operar como consumidores y como generadores de esos productos y servicios. Además de los beneficios sociales inmediatos, este enfoque de la BPE permite operacionalizar

la “sostenibilidad” de esta lucha contra la pobreza.

La tarea del sector privado radica entonces en movilizar las oportunidades hacia la BPE. Lo primero es identificar las necesidades más apremiantes y después enfocarse en los tipos de productos, servicios y tecnologías que resultan apropiados en cada caso. Nótese que estos principios son los mismos que le han venido proponiendo personas de la talla de Sachs (2005) o Easterly (2006) a las multilaterales para hacer más eficaces sus programas de lucha contra la pobreza absoluta. Se trata de pensar en estrategias como: la creación de redes de vendedores dentro de la comunidad, lo cual permite romper las barreras o monopolios existentes; el establecimiento de nuevos esquemas de acceso a los bienes y servicios (facilitando las formas de pago, ofreciendo “combos” flexibles); y la coordinación de los esfuerzos del gobierno, las ONG y el sector privado hacia ese fin primordial.

En síntesis, resulta sorprendente que en Colombia todavía mueran niños de hambre, cuando existe una BPE que está dispuesta a sostener un mercado alimenticio (eficiente y de bajo costo), asignándole hasta un 42% de sus ingresos al rubro de alimentos. Esto demuestra la desconexión existente entre las oportunidades y los vehículos. Atrás deben quedar los programas asistencialistas tipo “regadera”, que son poco eficaces en la lucha contra la pobreza y, además, insostenibles desde el punto de vista fiscal. Hay que movilizar las oportunidades hacia la BPE, donde están los más pobres. Hagámoslo pronto, independientemente de que el móvil más inmediato sea la caridad o la rentabilidad, como bien lo ha mencionado Prahalad.

La Reforma Tributaria de 2006: balance de una oportunidad perdida*

La Ley 1111 de 2006 significó una clara derrota política respecto a la anhelada reforma tributaria de tipo estructural que tanto habían trabajado los técnicos del Ministerio de Hacienda-Dian y apoyado diversos centros de investigativos del país, entre ellos Anif. Gracias a la contundente reelección inmediata del presidente Uribe (con margen del 62% en primera vuelta) y a las mayorías parlamentarias alrededor de su nombre, el país tenía en sus manos una oportunidad única para haber superado esa gran amalgama tributaria (“unión de contrarios”), de altas tasas impositivas, baja cobertura y elevada evasión-elusión.

Sin embargo, pudieron más los intereses fragmentarios y cortoplacistas que la visión fiscal responsable sobre el mediano plazo. De hecho ésta fue torpedeada desde un comienzo por tirios y troyanos, por ministros y parlamentarios, por la Presidencia y los gremios, perdiéndose la visión estructural en medio de un errado objetivo de una supuesta “neutralidad de los ingresos tributarios” (alrededor del 16% del PIB en cabeza del Gobierno Central).

Como veremos, prevaleció “la tiranía del *statu quo* tributario”, donde se volvió permanente toda una serie de

tributos antitécnicos (especialmente el del impuesto a las transacciones financieras), a pesar de que la propuesta original era su desmonte definitivo. *De facto*, también se volvió permanente el llamado “impuesto de guerra”, atado de manera torpe a los activos netos de las grandes empresas (patrimonio líquido).

Aunque el objetivo de fortalecimiento del aparato militar ha sido ampliamente apoyado por el sector privado (ver Informe Semanal No. 859 de noviembre de 2006), esta fuente de financiación terminará por menguar inversiones en los sectores más prioritarios, en momentos en los que más se necesita la infraestructura para enfrentar el comercio global. Así, pese a la disminución en la tasa de improporreta, la elevación de la tasa del impuesto al patrimonio (IP), pasando de 0.3% a 1.2%, implicará incrementos en la tributación neta para las empresas que representen el grueso de los activos de la economía en el período 2007-2010.

El impuesto de renta y el impuesto al patrimonio líquido

La Ley 1111 de 2006 generó dos cambios en este tipo de impuestos.

De una parte, eliminó la sobretasa de improporreta del 10% y redujo su tasa máxima de 35% a 34% en 2007 y a 33% a partir de 2008. Pero, de otra parte, incrementó la tasa del impuesto al patrimonio (IP) de 0.3% a 1.2%, aplicable a patrimonios líquidos que hayan superado los \$3.000 millones a enero de 2007.

Cabe mencionar que el sentido de estas medidas es, en el fondo, contradictorio. En efecto, el Gobierno hubiera podido allegar el 0.5% del PIB de recaudos adicionales anuales para el equipo militar sencillamente dejando la tasa de 35% en improporreta y eliminando toda una serie de gabelas tributarias (descuentos por reinversión de utilidades o por ahorros tipo AFC-AFP, tal como se lo planteó el MHCP al Congreso en la fallida reforma). De haber actuado de esta manera, habría sido innecesario extender la antitécnica figura del IP.

Pero los argumentos de transparencia, sencillez gravable y equidad fueron sepultados en medio de confusas discusiones parlamentarias. Más aun, se obró en sentido contrario al elevar de 30% a 40% la deducción

* Corresponde al *Informe Semanal* Anif No. 876 de abril 16 de 2007.

por reinversión de utilidades en activos productivos y convertirla en un mecanismo permanente.

Dados todos estos cambios legislativos es difícil establecer *a priori* cuál es el nivel efectivo de gravamen de imporrenta e IP que enfrenta una firma en Colombia. Tal como se observa en el cuadro 1, esto dependerá de forma crucial de dos factores: 1) si se reinvierten las utilidades en activos fijos (recibiendo alivios hasta de 40%), y/o 2) si se está sujeto al IP de 1.2% anual, dependiendo del nivel de activos líquidos (+ \$3.000 millones a enero de 2007).

Por ejemplo, la tarifa efectiva de renta habría aumentado de 41.5% a 45% en el caso de las personas naturales o jurídicas sujetas al IP entre los años 2006 a 2008 que no retuvieran utilidades para reinvertirlas en capital fijo (ver cuadro 1). En cambio, si las empresas logran utilizar la deducción completa, la tasa efectiva “sólo” se estaría elevando de 34.6% a 37.1% (por cuenta del efecto IP). Esto deja en evidencia que las empresas sujetas al IP en realidad estarán enfrentando un

alza significativa en su tasa efectiva de tributación y no la mencionada reducción que habría de atraer capitales productivos del exterior.

Ahora bien, la situación es diferente para el caso de las personas (naturales o jurídicas) que no están sujetas al IP (por tener patrimonios líquidos inferiores a los \$3.000 millones o por superarlos con posterioridad a enero de 2007). En este caso, si no reinvierten utilidades, el gravamen efectivo se estará reduciendo en 5.5 puntos porcentuales al pasar de 38.5% a 33%. En el caso de reinversión de utilidades, la reducción efectiva del gravamen será hasta de 6.5 puntos porcentuales al pasar de 31.6% a 25.1%.

Cabe preguntarse entonces: ¿qué pasó con la tasa efectiva de gravamen (promedio ponderado) de todo el sistema tributario colombiano como resultado de esta reforma? Nuestras pesquisas nos indican que, de un total cercano a 160.000 empresas que contribuyen pagando imporrenta, tan sólo el 5% es contribuyente del impuesto al patrimonio, pero ellas responden por el 91% del total de activos del sector real de la economía

(ver gráfico 1). Si se incluyeran las firmas del sector financiero (según Superfinanciera), el universo de activos de las firmas sujetas al IP se elevaría entonces al 97% del total de activos de nuestra economía.

Lo anterior quiere decir que un 97% de los activos de las firmas estará enfrentando gravámenes efectivos en el rango 37.1%-45% en el período 2008-2010, dependiendo de si hacen o no uso de las deducciones por reinversión de utilidades. En todo caso, el grueso de activos de las firmas estará enfrentando un incremento entre 2.5-3.5 puntos porcentuales en su tasa efectiva de gravamen por el hecho de estar sujetas al IP.

De otra parte, cabe preguntarse: ¿qué proporción de la firmas ha venido haciendo uso de la gabela de reducción de su imporrenta por cuenta de la reinversión de utilidades en activos fijos? Según la propia Dian, se sabe que cerca de un 60% de las empresas viene usando dicho expediente, de lo cual se puede deducir que cerca de un 55% de los activos totales de la economía estará sujeto a una deducción hasta de 40% en su tasa de imporrenta (ver gráfico 1).

Esto significa que para cerca del 55% de los activos del sector real colombiano la tasa de renta efectiva será del orden de 37% (curiosamente muy cerca del nivel nominal previo a la reforma), mientras que cerca de un 36% de dichos activos del sector real estará gravado a la onerosa tasa del 45%. Al cierre de 2006, los sectores económicos que más contribuían con el IP eran la industria manufacturera (21% del total), el sector energético (20%) y el sistema financiero (19%), situación que probablemente prevalecerá hacia el futuro.

El resto de tributos

En el resto de gravámenes no hubo cambios significativos. Sin embargo, en el IVA se agravó el problema de

Cuadro 1. Tasas efectivas de tributación en Colombia*
(2004-2006 vs. 2008-2010)

	2004-2006 (1)	2008-2010 (2)	Diferencias: (3)=(2)-(1)
Tasa de gravamen			
Impuesto de renta	38.5	33.0	-5.5
Impuesto al patrimonio	0.3	1.2	0.9
% de exención (reinv. util.)	30.0	40.0	10.0
Empresas no sujetas a impuesto al patrimonio			
A. Con reinversión de utilidades	31.6	25.1	-6.5
B. Sin reinversión de utilidades	38.5	33.0	-5.5
Empresas sujetas a impuesto al patrimonio **			
C. Con reinversión de utilidades	34.6	37.1	2.5
D. Sin reinversión de utilidades	41.5	45.0	3.5

* Según Leyes 863 de 2003 y 1111 de 2006.

** Empresas con patrimonio superior a \$3.000 millones.

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Dian y cálculos Anif.

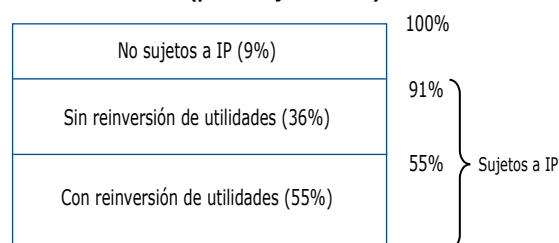
dispersión de las tasas al incluir una de 1.6% para servicios de aseo, vigilancia y empleo temporal, quedando entonces con ocho tarifas diferenciales, lo cual hace mucho más difícil combatir la evasión-elusión. Infortunadamente, la propuesta de Anif de elevar la tasa general del IVA de 16% a 17% y aumentar la canasta básica gravada hasta el 62% no fue acogida (ver Informe Semanal No. 838 de julio de 2006).

Ello hubiera evitado tener que recurrir al IP (con todas las distorsiones ya señaladas) y hacia el futuro habría permitido mejorar el recaudo en cerca de 1% del PIB. Así, de haberse mantenido la tasa de 35% en imponible y eliminado las exenciones, Colombia habría quedado mejor parapetada para reducir su déficit estructural del 5% del PIB en cabeza del Gobierno Central a cerca del 4% del PIB hacia finales de 2010.

Conclusiones

Como hemos visto, la Ley 1111 de 2006 representó una oportunidad perdida para Colombia en materia de enderezamiento y simplificación tributaria. Con ésta se completaron ya quince reformas tributarias en el

Gráfico 1. Activos totales del sector real gravados con el impuesto al patrimonio (IP) (2004-2007) (porcentaje del total)



Fuentes: Superintendencia de Sociedades, Dian y cálculos Anif.

período 1990-2006 (a razón de una reforma cada catorce meses), dejando a Colombia con uno de los sistemas tributarios más arrevesados, inequitativos y antitécnicos de la región. Los elementos para destacar, en realidad, son pocos: rebaja de la renta presuntiva de 6% a 3%, eliminación de los ajustes por inflación y eliminación del impuesto de 7% a las remesas de utilidades al exterior.

Como vimos, la rebaja nominal de imponible de 38.5% a 33% en realidad toca analizarla en conjunto con el resto de los gravámenes. Nuestros análisis indican que, a nivel de persona natural, dicha rebaja efectivamente tendrá lugar, pues serán pocas las familias que estarán sujetas al IP (al no rebasar los \$3.000 millones en su patrimonio líquido). El mantenimiento de

múltiples exenciones (tipo AFC-AFP) seguramente hará que la tasa efectiva media de gravamen no supere el 25% en los estratos altos, manteniéndose entonces un sistema poco progresivo y bastante opaco.

A nivel de firma, vimos que esas disminuciones en la tasa de imponible serán más que sobrecompensadas por el incremento en la tasa del IP. Dado que en más de un 90% los activos del sector real es-

tán sujetos al IP, se puede concluir que para las firmas que aglomeran la gran mayoría de activos de la economía la reforma tributaria implicó elevar la tasa efectiva de gravamen entre 2.5 y 3.5 puntos porcentuales, dependiendo de si aquellas pueden reinvertir sus utilidades en activos fijos y hacerse acreedoras a la rebaja hasta de 40% en su tasa de imponible.

Con todo esto a mano, seguramente el gobierno “cumplió” con su idea de mantener el recaudo efectivo alrededor del 16% del PIB, pero de forma muy distorsionante y poco sostenible hacia el futuro. Lo malo es que el objetivo ha debido ser otro: incrementar el recaudo en al menos un 1% del PIB y por vías más transparentes para reducir el déficit estructural del Gobierno Central por debajo del 3% del PIB. **ANIF**

Esta publicación llega a sus
manos gracias a

SERVICIOS POSTALES NACIONALES S.A
CORREOS DE COLOMBIA

Consulte nuestro portafolio
de servicios de correo y
mensajería especializada

018000 111210
Línea Gratuita

La acumulación originaria del narcotráfico en Colombia: ¿cómo superarla?*

En los últimos cincuenta años Colombia ha progresado de forma significativa en sus indicadores socioeconómicos: de ser un país de ingreso per cápita bajo ha pasado al rango de ingreso medio (US\$3.100 al cierre de 2006); de tener una esperanza de vida al nacer similar a la de Afganistán (42 años en 1950), hoy registra una similar a la de los países avanzados (70 años en 2005).

Además, en el período reciente (2002-2006), Colombia ha logrado consolidar una aceleración económica sostenible a niveles superiores al 5% anual, al tiempo que la inflación se ha reducido al 4%-5% anual; no obstante, el desempleo continúa en niveles elevados del 12%-13%. En todo caso, los Índices de Sufrimiento Macroeconómico se han logrado reducir a niveles de 15%, prácticamente la mitad del valor medio registrado durante los últimos cuarenta años (ver Informe Semanal No. 871 de marzo de 2007).

Pero donde Colombia sigue trastabillando es en materia de violencia y corrupción. Es evidente que internacionalmente nos perciben mejor de lo que en realidad estamos;

en parte porque afuera desconocen la larga historia de la “acumulación originaria” que dio pie a este gran problema del narcotráfico. Lo que sí se sabe es que este problema es de grandes dimensiones internacionales y data de principios de los años setenta. Para entrar a corregir desde sus propias raíces semejante problema de Estado, resulta útil sentarnos en el diván de nuestra historia reciente y prestarnos para realizar un profundo autoanálisis sobre este tema.

Como veremos, desde hace más de treinta años el narcotráfico penetró nuestras instituciones y todavía hoy se lucha por extirpar su influencia política, inclusive en los niveles más encumbrados de nuestras frágiles instituciones. Si bien se ha logrado enfrentar militarmente y con relativo

éxito a todos los alzados en armas (independientemente de su ropaje guerrillero o paramilitar), el problema de la inseguridad y los desplazados por la violencia continúa siendo de dimensiones que nos encojen el corazón a los ciudadanos del común.

Una encuesta reciente adelantada conjuntamente por las Naciones Unidas y el gobierno encontró que los grupos armados ilegales todavía afectan el diario quehacer de los colombianos en unos 530 municipios (cerca del 50% del total) y en unos 150 de ellos los cultivos ilícitos todavía hacen presencia significativa. No en vano el gobierno y el Congreso tuvieron que recurrir a extender (una vez más) el llamado “impuesto de guerra” para el período 2007-2010 con el fin de proveer recursos adicionales por cerca del 0.5% del PIB por año. Estimaciones recientes indican que el gasto asociado a la seguridad nacional (incluyendo policía-ejército-inteligencia) bordea ya el 5% del PIB anualmente, donde afortunadamente todavía contamos con el apoyo de

Cuadro 1. La incidencia de la economía ilegal en Colombia

	1970-1980	1990-2000
Tamaño del negocio		
Valor global (% PIB)	5 - 9	6 - 10
Valor repatriado (% PIB)	2 - 7	3 - 6
En relación a las exportaciones (%)	4 - 6	1 - 2
Indicadores relacionados con el sector		
Mercado cambiario (%) (dólar oficial/paralelo) 20-30		5 - 10

Fuentes: Junguito y Caballero (1978); Gómez (1990); Kalmanovitz (1990); Urrutia (1990); Thoumi (1994) y ONU (2006).

* Corresponde al *Informe Semanal Anif* No. 873 de marzo 26 de 2007.

los recursos del Plan Colombia-II (incluidos extra-presupuestalmente por el gobierno Bush a partir del año 2006).

1. La era del contrabando del Marlboro y el whisky: 1950-1960.

Estos años se caracterizaron por la violencia de carácter político-partidista, tras el asesinato del líder liberal Jorge Eliécer Gaitán. La pugna entre el estamento policial y los líderes de la sociedad civil terminaron con un llamado partidista a favor de la intervención militar. De esta manera se lograron instaurar “turnos democráticos” bajo el sistema del Frente Nacional (1958-1974). Precisamente cuando la sociedad sentía que las relaciones de Estado volvían a la normalidad, irrumpió en la vida nacional el “delito organizado” hacia principios de los años setenta.

Primero fueron las “mafias” de contrabandistas de licores y cigarrillos que buscaban apropiarse de las rentas del Estado, falsificando los “sellos de impuestos nacionales” o estableciendo mercados paralelos que urdían una cadena de comercio ilegal desde la costa Norte hacia el interior del país. Fue una experiencia muy parecida a la de los “años de prohibición” (1920-1935) en Estados Unidos; allá eran las mafias de “Yersey”, Chicago y Nevada; aquí los temibles guajiros y samarios que bailaban libremente en las calles de Barranquilla.

A renglón seguido surgieron los grupos de “esmeralderos”, quienes organizaron la repartición y explotación de territorios estatales en Cundinamarca y Boyacá. Los sectores “victoriosos” terminaron manejando el derecho a la “libre declaración” del valor producido-exportado, con lo cual se autofijaban el nivel de impuestos a pagar. El Estado indolente inclusive les agradeció que, con mano más férrea que la suya, hubieran ayudado a “pacificar” la zona. La teoría de las riquezas-naturales manchadas

de sangre (Collier, 2000) se cumplía una vez más, igual con los diamantes de Sierra Leona-Suráfrica que con las esmeraldas de Colombia.

2. “La acumulación originaria” de las grandes mafias: 1960-1970.

Así, los “Reyes del Marlboro, el whisky y las esmeraldas” extendieron sus reinos hacia el contrabando de todo tipo de bienes: textiles, electrodomésticos y automóviles, lo que representaba una competencia desleal para la producción nacional. Colombia decidió institucionalizar entonces los “San Andresitos”, no como paraísos caribeños amigables con el medio ambiente, sino como la plataforma del comercio ilegal de todo tipo de bienes. Poco pudieron hacer las restricciones cambiarias del BR, el Incomex y las corruptas aduanas para frenar dicha “patente de corso”. De hecho, la falta de cumplimiento con lo estipulado en esas reglamentaciones dio origen a la “sociedad rentista” de los años setenta y ochenta en buena parte del mundo en desarrollo (Krueger, 1974).

3. La era “cándida” de las exportaciones de marihuana: 1970-1980.

Para entonces, esa “acumulación originaria” ya había alcanzando dimensiones internacionales y permitió que Colombia se insertara, dadas sus ventajas comparativas, en el lucrativo mundo de la exportación de las drogas ilícitas.

Las exportaciones “cándidas” de marihuana operaron como “punta de lanza” de un negocio que empezó valiendo unos US\$200-500 millones anuales, pero que desde ese entonces representaba cinco veces el valor de las exportaciones de textiles colombianos (H.J. Gómez, 1990; Kalmanovitz, 1990). Colombia competía con México en la participación del mercado mundial de la marihuana (52% vs. 37%), pero hacia finales de los años ochenta se había convertido en el gran triunfador (80%). Se inició entonces la integración

vertical del negocio (distribución-procesamiento-producción), dando inicio al conglomerado de los “Carteles de la droga”. Vinieron las fumigaciones con paraquat en la Sierra Nevada y desapareció el *golden pot*, desplazándose hacia el Tennessee Valley y los jardines privados de Estados Unidos.

4. La gran escalada y la “guerrilla petrolera”: 1980-1990.

Desde principios de los años ochenta, *The Economist* ha venido liderando una campaña en favor de la despenalización del consumo de la marihuana. Según ellos, ésta ya ha tenido importantes progresos en 1995-2006 en Holanda, Inglaterra y los países escandinavos (y, *de facto*, en Estados Unidos). Milton Friedman (recién otorgado su Premio Nobel de Economía en 1976) también se embarcó en su propia campaña en favor de dicha legalización.

Entre tanto, los ilícitos en Colombia se escalaron y diversificaron (incluyendo ahora el refinamiento de la cocaína), para lo cual requerían tomarse parte del Estado y lograr así un negocio más fluido. Ser dueño de equipos de fútbol y haciendas con zoológicos formaba parte del *estatus mafiosi*, pero era más eficiente financiar escaños en el Congreso para facilitar sus operaciones. Los grupos armados ilícitos se organizaron para proveer directamente esos servicios de vigilancia, transporte y exportación, bajo la connivencia de los diferentes estamentos sociales. Inclusive ahora se ha confirmado que importantes multinacionales accedieron a la extorsión de los grupos ilegales, con tal de poder terminar “pronto su trabajo”. Como resultado de todo lo anterior, durante los años ochenta se estima que los alzados en armas se multiplicaron por cinco (ver gráfico 1).

“Esa otra economía” probablemente realizaba transacciones por valores entre US\$1.500-3.500 millones anuales, aunque sólo un 50% permeaba la

economía colombiana (según Junguito y Caballero, 1978; Urrutia, 1990; Thoumi, 1994). Un termómetro de la penetración de estos recursos venía dado por el diferencial entre el precio oficial del dólar y el del mercado paralelo, donde este último operaba con márgenes que fluctuaban entre un 20%-30% por debajo del oficial, como resultado del proceso de “lavado”.

5. La época de la *mêlée* social: todos contra todos (1990-2007). Una quinta escalada del conflicto social en Colombia se presentó durante los años noventa, al combinarse los viejos pleitos entre contrabandistas-esmeraldeños-guerrilleros-narcotraficantes con el resultante del fortalecimiento de los paramilitares. Estas últimas fuerzas inicialmente se fraguaron, tal como ha ocurrido en muchas otras latitudes, como una reacción de “rondas campesinas” y hacendados; sólo que en el caso de Colombia la desprotección estatal le dio una dimensión cuasiestatal a este tipo de movimientos.

La plataforma electoral de Pastrana (1998-2002) se volcó sobre esfuerzos de Estado para lograr la paz con las Farc, esperando que de allí saliera un gran Plan Marshall para poder cobrar socialmente los llamados “dividendos de la paz”. Se procedió al despeje militar de unos 42.000 kilómetros por cerca de tres años. Se estima que las Farc se expandieron de unos 11.000 a cerca de 17.000 guerrilleros en ese período, mientras que la producción de coca y heroína se duplicaba.

Dicho plan fracasó en su cometido más inmediato de sentar a las Farc a una elaboración conjunta de la nueva agenda Colombia. No obstante, sin ese gran esfuerzo habría resultado imposible ganar el respaldo internacional

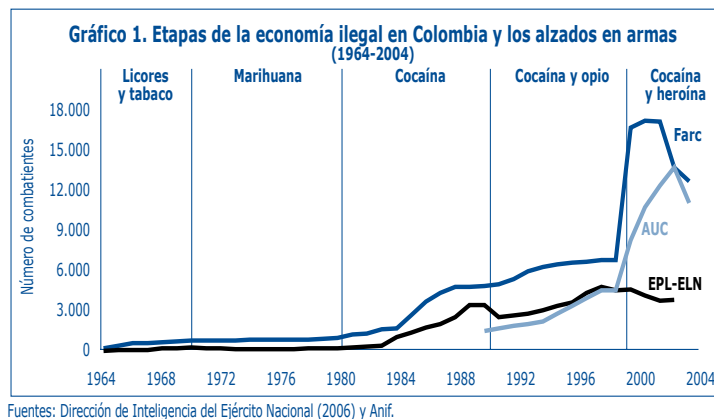
alrededor de la “mesa de donantes para la paz” (hasta el momento simbólica) y el Plan Colombia (con énfasis en sometimiento militar de todos los alzados en armas, al menos en su primera fase de 2001-2006).

La plataforma política de Uribe (2002-2006) se estructuró alrededor de la *détente* de dicha *mêlée* social. Su estrategia de la Seguridad Democrática se fundamentó en un fortalecimiento militar y la presencia del Estado en todos los municipios de Colombia. Internacionalmente ha realizado una exitosa campaña de desenmascaramiento de los propósitos terroristas de las Farc. Sus mensajes de derrota militar o desmovilización se han aplicado igualmente al paramilitarismo. Gracias a estas ejecutorias, se logró el llamado

Conclusiones. Colombia ha mostrado niveles de violencia e inestabilidad social bastante elevados en los últimos cincuenta años. Como hemos visto, sus raíces históricas son profundas y complejas, pues han involucrado de muchas maneras regiones, instituciones y partidos políticos. Lo que se inició como un “inofensivo” contrabando de cigarrillos y alcohol, pasando por los desfiles de electrodomésticos de San Andrés hacia San Andresito, terminó convirtiéndose en una guerra abierta entre las mafias del narcotráfico de Medellín y Cali, con cerca de un millón de desplazados por cuenta de la violencia. Congresistas, contralores, procuradores, magistrados, mandatarios regionales y hasta las más altas esferas del Estado terminaron en uno u otro momento asediados por el narcotráfico y en muchos casos asociados con él.

Ha llegado entonces el momento de hacer una verdadera catarsis frente al narcotráfico y la delincuencia organizada. Afortunadamente nuestro ciclo económico al alza nos ofrece oportunidades de negocios lícitos

alternativos, prósperos y con grandes potenciales de exportación. La aprobación del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos es condición *sine qua non* para cristalizar esta coyuntura de cambio profundo hacia lo lícito. Los años 2007-2010 constituyen una verdadera encrucijada para Colombia, donde el escenario de inserción definitiva en el comercio internacional nos augura crecimientos sostenidos y mejores equilibrios sociales, pero un fracaso del TLC, entre otros factores, nos dejaría nuevamente en ostracismo del narcotráfico y la delincuencia organizada. **ANIF**



Acuerdo de Santa Fe de Ralito y ello condujo a aprobar en el Congreso un programa de desmovilización, que a la fecha comprende más de 30.000 combatientes, incluyendo sus armas.

Precisamente el desmonte del paramilitarismo se ha convertido en el gran desafío de Uribe-II (2007-2010). Con esas leyes de desmovilización aprobadas por el Congreso y acotadas por la Corte Constitucional, Colombia espera poder consolidar la paz, al tiempo que la comunidad internacional exige reparación para las víctimas de este grave conflicto interno que ya completó más de cuarenta años.

Política monetaria e inflación de activos: un balance del período 2002-2007

Sergio Clavijo, Alejandro Vera y César Tamayo*

La política monetaria tuvo un período de relativa calma entre 2002 y 2004. En aquellos años, se trataba de apoyar la actividad productiva manteniendo tasas de interés reales que estimulaban la generación de empleo y aceleraban la actividad del sector real, tan golpeado por la crisis de los años 1998-2001. Durante el período 1999-2004, se lograron cumplir las metas de inflación, en un ambiente de recuperación, bajándola a niveles del 5%-6% anual.

En cambio, durante los años 2005-2006, la consistencia de la política monetaria se puso a prueba, pues se trataba de continuar con el proceso de desinflación gradual, pero para entonces la demanda agregada empezaba a desbordar el potencial de crecimiento de nuestra economía. Aun así, las cosas salieron bien en el frente inflacionario, logrando reducir la inflación a niveles de 4%-5% anual y cumpliendo las metas rango anunciadas bajo el exitoso esquema de Inflación Objetivo (IO).

No obstante, la adopción de un esquema de metas duales cambiarias-monetarias, que apuntaron a defender algunos pisos cambiarios, terminó por alimentar una serie de burbujas especulativas en diversos mercados de activos durante los años 2005-2007. Primero, estalló la burbuja de los mercados bursátiles y de TES en el período abril-junio de 2006. Segundo, durante el primer semestre de 2007 se han visto señales de *stress* en los mercados crediticios, especialmente en los relacionados con los créditos de consumo. Y, tercero, más grave aún, los excesos de liquidez (resultantes de la defensa de dichos pisos cambiarios) han puesto en riesgo la propia meta de inflación en 2007.

Prácticamente todo el mercado da por descontado que la inflación total (infortunadamente) desbordará el techo del rango 3.5%-4.5% fijado como meta para el año 2007. No obstante, Anif todavía confía en que una mejor aplicación del Banco de la

República (BR) en su tarea de drenar los excesos monetarios en circulación (apoyado en la medidas de encaje marginal y ventanilla de contracción recientes), a la vez que incrementa sus tasas de interés a niveles cercanos a 3%-3.5% real anual, logrará contener la inflación subyacente (sin alimentos) a niveles de 4.25%-4.50% al cierre de 2007.

Si bien el BR había iniciado en abril de 2006 un proceso de elevación de sus tasas de referencia, con doce alzas continuas que llevaron su repo-central a niveles de 9% a la altura de junio de 2007, esta política ha resultado insuficiente, en tanto se tiene un “canal monetario-crediticio” algo obstruido.

El objetivo central de esta nota es evaluar la magnitud en que se ha ido apretando la política monetaria durante el período 2006-2007 y la

* Director e investigadores de Anif respectivamente. E-mail: avera@anif.com.co o ctamayo@anif.com.co.

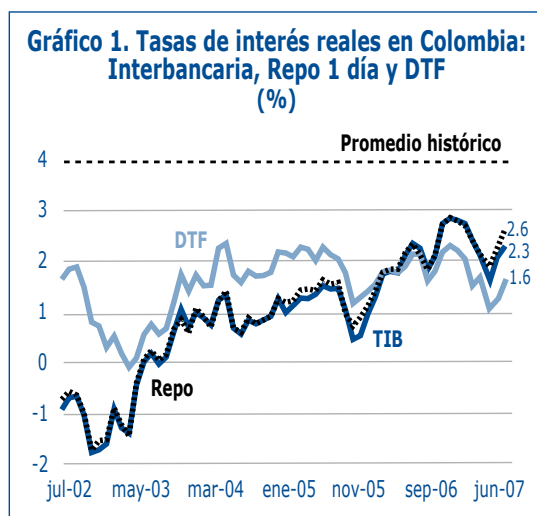
efectividad del instrumental empleado. Para ello utilizaremos cuatro “termómetros” (tasas de interés reales, PIB nominal, índice de condiciones monetarias y posición relativa de las tasas de interés locales-internacionales) a fin de identificar la efectividad de su instrumental. En la segunda parte haremos una evaluación de la situación que han enfrentado los principales activos financieros en Colombia (incluyendo el mercado bursátil, la deuda pública y la evolución del crédito).

I. La postura de la política monetaria en Colombia (2002-2007)

Para responder al interrogante sobre la postura de la política monetaria usaremos cuatro indicadores básicos. Esto nos permitirá juzgar el grado en que dicha política ha virado de una posición laxa (2002-2005) a una posición “más neutral” (2006-2007), la cual persigue, según la expresión preferida por el propio BR, una “normalización” de la política monetaria.

1. Transmisión de la política monetaria vía tasas de interés reales. Desde la adopción del esquema de Inflación Objetivo (octubre de 2000), el BR ha venido transmitiendo la postura de la política monetaria a través de su tasa-repo central (Clavijo, 2002). Como es sabido, sus movimientos se transmiten a través de la cadena repo-interbancaria-DTF en el sistema de fondeo del sistema financiero. Este mecanismo también debe tener “tracción” hacia el lado activo del balance a través de la tasa de colocación de los créditos, usualmente expresada como una tasa variable al ritmo $DTF + spread$. Este último componente ayuda a determinar el margen financiero bancario (Banco de la República, 2007).

Luego de un ciclo de elevadas tasas de interés reales (1997-1999), que buscó en su momento defender el sistema de “bandas cambiarias”, éstas descendieron continuamente durante el período 2002-2003. Dichas tasas de interés incluso alcanzaron la franja negativa real, con valores de -1.8% a finales de 2002 (ver gráfico 1). Durante 2004-2005, se recuperaron, pero sin superar valores reales de 2.5%, registrando valores inferiores al promedio histórico.



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

tasas de interés se elevaran significativamente en términos reales; de hecho, la repo-central se elevó sólo a un 2.8% real y la DTF a un 2.3% real hacia finales de 2006. Al finalizar el primer semestre de 2007, la repo-central se ubicaba en un 2.6% real y la DTF en un 1.6% real, indicando que la política monetaria no se había apretado aún lo suficiente en términos reales.

En síntesis, lo que muestra este primer termómetro es que la economía no sólo se recuperó (2003-2005), sino que pasó a una etapa de recalentamiento (2006-2007). Enfriar el mercado monetario requerirá que la repo-central del BR se eleve a niveles de 3%-3.5% real anual durante el segundo semestre de 2007 y que la DTF acompañe muy de cerca estos niveles. Sólo así se logrará una mejor “tracción” a la hora de transmitir este encarecimiento relativo del dinero hacia el lado activo del balance y moderar de esta forma la demanda agregada real.

2. Relación entre la DTF nominal y el PIB nominal.

Ésta debe interpretarse como la relación entre los rendimientos del sector financiero (vía DTF) y los del sector real (vía PIB nominal). Si la DTF es mayor que el crecimiento del PIB nominal, existiría un mejor ambiente para invertir en el sector financiero, pero iría en detrimento del sector real.

En el período 1999-2002, la DTF estuvo por encima del crecimiento del PIB nominal. Esta condición recesiva se mantuvo hasta el tercer trimestre de 2002. Durante el período 2002-2006 se dio una condición contraria, favorable al sector real. Este cambio concuerda con el proceso de recuperación de la economía, la cual creció a tasas promedio de 5.2% en 2003-2006.

Pero el mantenimiento de esta condición, más allá de su “ciclo

normal “ (2002-2004), terminó por alimentar burbujas especulativas en el mercado bursátil-TES durante los años 2005-2006 y, más recientemente, rebrotes inflacionarios durante el primer semestre de 2007. Al finalizar 2006, la DTF nominal era de 6.6%, mientras que el crecimiento del PIB nominal llegaba a 13.9% (ver gráfico 2). Según este segundo termómetro, se registraba un recalentamiento de nuestra economía cercano a 7.3 puntos porcentuales al cierre de 2006.

3. El Índice de Condiciones Monetarias (ICM). Este ICM relaciona, de una parte, el Producto observado con el Producto potencial (la “brecha del Producto”) y, de otra parte, el diferencial de tasas de interés reales y de devaluación frente a sus promedios históricos (Clavijo, 2002). De esta manera, valores positivos del ICM indican una posición de restricción para el sector real, mientras que los valores negativos estimulan el crecimiento económico.

El ICM fue positivo durante los años 1994-1999, lo cual más o menos coincide con el ciclo expansivo (especialmente hasta 1997). Durante 2000-2006, el ICM fue negativo, a pesar de la apreciación cambiaria del período 2004-2006. Esto quiere decir que, en este período, el efecto expansivo de las tasas de interés reales bajas dominó el efecto contractivo de la apreciación cambiaria (ver gráfico 3).

Pero esta situación cambió durante el segundo semestre de 2006. El BR inició entonces su elevación de las tasas repo-central (antes explicadas), mientras que la devaluación (motivada por la minicrisis bursátil y de TES) empezó a jugar un papel expansivo, alterando los roles del período inmediatamente anterior.

El retorno de la apreciación cambiaria (octubre 2006-abril 2007) y los incrementos en la repo-central han hecho regresar el ICM al plano positivo, lo cual indica que ahora se tiene una posición ligeramente restrictiva sobre el sector real de la economía. Nótese que, a marzo de 2007, el ICM ascendía a +0.8 puntos. En suma, este termómetro monetario-cambiario también refleja un giro importante en la postura de la política monetaria hacia un campo ligeramente restrictivo sobre el sector real.

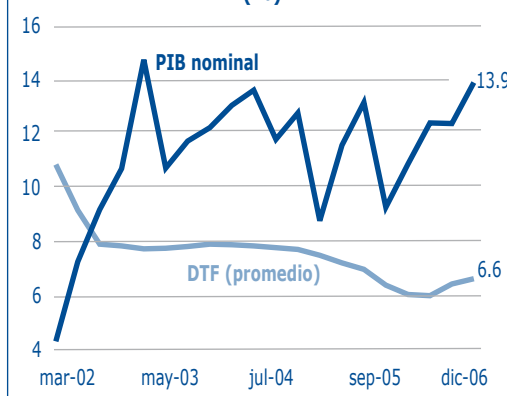
4. Los niveles relativos de las tasas reales de interés. Salvo por el

impasse de una extraña reducción de la tasa repo-central del BR en septiembre de 2005, hemos visto que las señales del período 2006-2007 han sido de elevación de sus tasas de referencia, alcanzando niveles de 9% nominal anual a junio de 2007 (ver gráfico 4). Dadas las presiones inflacionarias recientes, buena parte del mercado colombiano le apunta a que dicha tasa se mantendrá en niveles de 9% a finales de 2007. El nivel final de la repo-central dependerá también de la combinación de instrumentos monetarios que use el BR; bien puede ocurrir que aun un 9% pudiera resultar insuficiente si ellos no ayudan a mejorar los canales de transmisión monetaria-crediticia.

De otra parte, se tiene que la tasa repo (Federal Funds Rate) de Estados Unidos pasó, en términos reales, de 2.2% a -1.3% en 2001-2002, cumpliendo un ciclo similar al de Colombia. Pero entre 2004-2006 se registró un fuerte apretón de la FFR al elevarse de 1% a 5.25%. Esto implicó que su valor real pasara de -2% a +0.7% anual. Durante 2007, con la inflación parcialmente contenida en Estados Unidos, el apretón se ha hecho más evidente al registrar una FFR de 2.4% real a abril de este año (ver gráfico 4). Así, nuestro último termómetro evidencia un cambio hacia posturas más apretadas durante 2005-2006, aunque en 2007 los efectos sobre el sector real han sido menos claros.

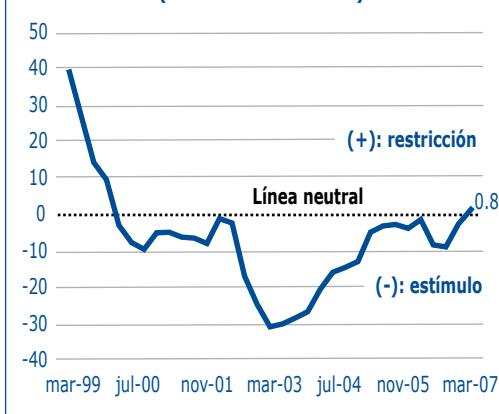
Como vimos, los cuatro “termómetros” monetarios anteriores nos indican que en 2004-2005 la política monetaria se había vuelto demasiado laxa. En aquella época los excesos de liquidez se transmitieron en inflaciones de activos (acciones y TES). De igual forma, los indicadores nos muestran que desde mediados de 2006 se adoptó una postura monetaria más restrictiva, pero sin que todavía

Gráfico 2. Crecimiento del PIB nominal y DTF trimestral (%)



Fuentes: Dane, Banco de la República y cálculos Anif.

Gráfico 3. Índice de condiciones monetarias (0 indica neutralidad)



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

sea claro que se haya alcanzado el llamado “estado de normalización de la política monetaria”, debido a los rebrotes inflacionarios observados en Colombia durante el primer semestre de 2007 y a la condición de sobreexpansión crediticia.

A principios de mayo de 2007, El BR tomó medidas adicionales para contrarrestar los rebrotes inflacionarios de los últimos meses, en la búsqueda de una mejor “tracción” de la política monetaria. Se trataba de apoyar sus señales “precio” con “restricciones cuantitativas” a través de: 1) establecer un sistema de encajes marginales, elevándolos de 13% a 27% en las cuentas corrientes, de 6% a 12.5% en las cuentas de ahorro y de 2.5% a 5% en los CDT (en junio de 2007, el BR igualó el encaje marginal de las cuentas corrientes y de ahorro en 27%, y el encaje ordinario en 8.3%; 2) imponer un encaje del 40% al endeudamiento externo; y 3) limitar la capacidad de realizar coberturas cambiarias apalancadas.

La idea es entonces enfriar la demanda agregada y aminorar los flujos de capital provenientes del endeudamiento privado. El fin último es reducir el multiplicador bancario incrementando el encaje marginal y apoyándose en medidas “vía cantidades”, que complementen las señales de precios que ya venía dando el BR con la elevación de la tasa repo. Estas medidas vienen a apoyar aquella que reabrió la ventanilla de contracción monetaria. La efectividad de estas medidas sólo se verá en los próximos meses y en el registro de inflación básica a final del año 2007.

Ahora pasaremos a analizar lo que ha implicado la evolución de la política monetaria a nivel de los principales activos financieros de Colombia. Como ya lo esbozamos, éstos han estado sujetos

a inflación de burbujas especulativas y posteriores “pinchazos”.

II. La inflación de activos en 2005-2007

Durante el período 2004-2006, las condiciones de demanda y liquidez internacionales fueron especialmente propicias para la gestación-exposición de burbujas especulativas, tanto en países emergentes como en el mundo desarrollado. Colombia ha tenido su propia historia en materia de burbujas de activos, describiendo una “seguidilla” de crisis: hipotecaria (1998-2001), bursátil (2005-2006) y de TES (2006-2007). En esta sección estudiaremos la

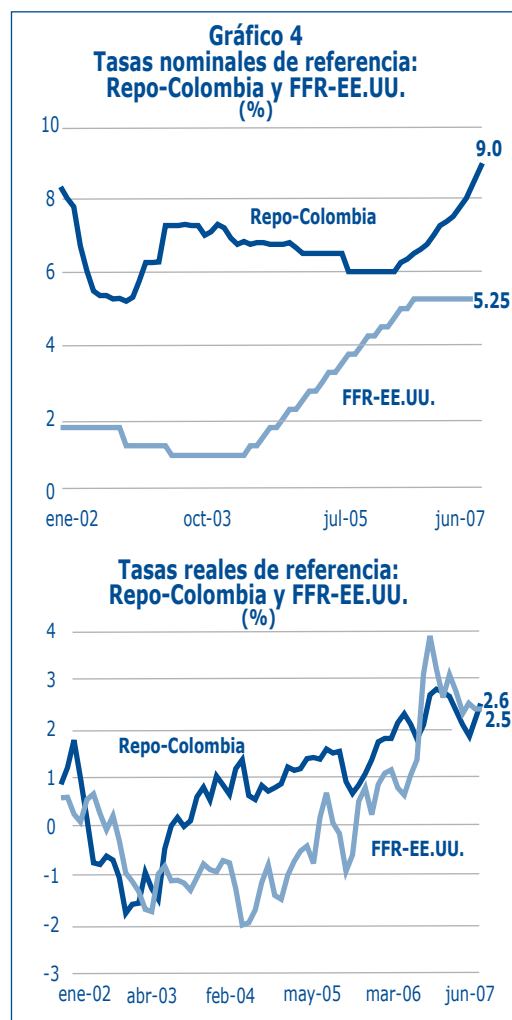
evolución reciente de estos mercados y las señales de nuevas burbujas que se pueden estar gestando en el mercado crediticio (2007-2008).

La especulación de activos ha permeado casi todos los mercados a nivel internacional durante los años 2001-2007 (Anif, 2006a). En Estados Unidos, por ejemplo, los precios de la vivienda en el período 2004-2006 continuaron creciendo a ritmos que desbordaban los ingresos, al tiempo que las tasas de interés se elevaban en términos reales. La reciente crisis de los llamados créditos *subprime* en Estados Unidos nos recuerdan los esquemas de “cuotas supermínimas” en Colombia (1995-1997). En España

y Reino Unido viene sucediendo algo parecido en el mercado inmobiliario. China por su parte, experimentó excesivas valorizaciones de sus mercados bursátiles, alcanzando un 130% durante 2006. Al mismo tiempo, un gran número de economías emergentes registró sobrevaloración de sus bonos de deuda pública, debido a la excesiva liquidez mundial.

En el caso de Colombia, Anif había llamado la atención, en agosto de 2005, sobre la aparición de burbujas en los mercados bursátil y de bonos públicos, la cual se manifestaría unos seis meses más tarde. A principios de 2006 también se alertó sobre el exceso de expansión crediticia (Anif, 2006b). De allí que resulte útil volver a pasar revista a la evolución de estos activos (ver cuadro 1).

1. El mercado de crédito. En términos de *stock*, la situación aún no es preocupante, pues la relación crédito/PIB es ahora de 27%. Este nivel sigue estando 13 puntos porcentuales por debajo del 40% observado en los años 1996-1997 (durante el preámbulo de la crisis) y es tan sólo un poco superior al



Fuentes: Banco de la República, Fed y cálculos Anif.

Cuadro 1. Monitoreo sobre burbujas especulativas (2002-2007)

	Stock	Flujo	Precio
Crédito general	Verde	Rojo (2.3% a 26% real anual)	Amarillo (tasas de 9% a 7.2% real)
Sector hipotecario	Verde	Verde	Amarillo (32% real en 2002-2006)
Bursátil	Amarillo (por encima de 40% del PIB)	Amarillo (ganó 3% del PIB en 2006)	Amarillo (RPG aún por encima de 2005)
Deuda pública (TES)	Amarillo (stock bajó 1% del PIB)	Amarillo (aún en niveles de 2005)	Rojo (de 7% a 4% real)

Fuente: Anif.

26% del PIB que se tuvo a principios de 2006. Sin embargo, el crecimiento real de la cartera ha venido superando el 25% real durante el último año. Esto nos obligó a prender las alarmas y a mostrar un semáforo en rojo a nivel de los flujos (ver gráfico 5).

Al interior del mercado de crédito, preocupa el acelerado crecimiento de la cartera de consumo. Las tasas de crecimiento de esta línea de crédito ahora superan el 40% real anual, cifra sin precedentes históricos. Tal aceleración de la cartera de consumo ha venido acompañada de un crecimiento en las provisiones respectivas. En efecto, el indicador de cubrimiento para esta cartera (provisiones/cartera vencida) se elevó de 53% en 2003 a 71% en 2006 y a 72% a marzo de 2007, aunque preocupa el hecho de que este indicador sea sustancialmente menor al 144% que se reporta para la cartera total. Al mismo tiempo, el indicador de calidad de esta línea de crédito viene dando señales de deterioro, al elevarse de 4% a 5% en el último año al corte de marzo de 2007. Finalmente, la altura de mora muestra que la cartera de consumo riesgosa ha venido acelerándose, al pasar de crecimientos anuales de 15% en 2005 al 44% anual reportado

en meses recientes por el propio BR (2007).

Analizando este hecho desde la perspectiva de “los precios”, se observa que dicho auge crediticio coincide con una reducción de las tasas de interés activas en términos reales, producto de la alta competencia resultante de los procesos de fusiones y adquisiciones bancarias del período 2005-2006. Efectivamente, durante 2006 la tasa activa promedio ponderada bordeó el 8% real, cerca de 100 puntos base inferior a la observada en el período 2002-2005. Curiosamente, debido a la aceleración de la inflación en lo corrido de 2007, se tiene que

dicha tasa activa real registró un valor de 7.5% en promedio durante el mes de abril.

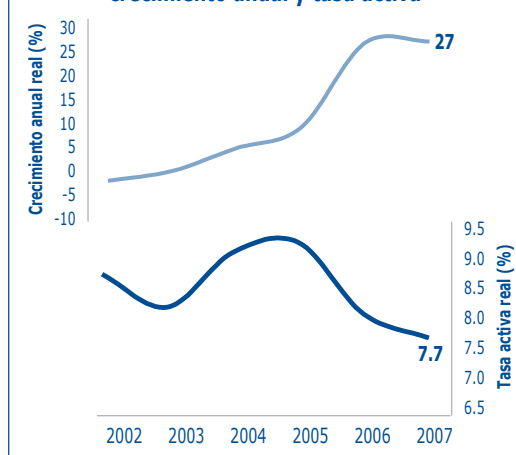
En síntesis, el mercado de crédito viene dando señales de recalentamiento y de allí que hayamos pasado a “luz roja” en materia de flujos crediticios. A nivel de tasas de interés, la señal es de “luz amarilla”, mientras que a nivel de *stock* todavía mantenemos “luz verde”. Estos excesos en flujos y precios ahora tratarán de ser corregidos parcialmente por las medidas recientes del BR que se mencionaron anteriormente. Éste es el caso de las decisiones en materia de encajes marginales, que prácticamente se triplicaron (pasando de un promedio ponderado de 6% a 20%-21%, dependiendo de la composición del pasivo). Por el lado del impacto sobre el encaje medio, éste también será importante pudiendo elevarse de 5%-6% a 9% al finalizar el año 2007 (incluyendo las medidas adoptadas por el BR en junio).

2. El mercado hipotecario.

El excesivo crecimiento de esta cartera durante los años 1993-1997 generó una grave crisis en los años 1998-2001, la cual arrastró la economía hacia su peor contracción del siglo XX. Al aplicar esta metodología de “semáforos”, veremos que el sector todavía da señales de sano crecimiento en sus diferentes componentes. No obstante, debemos estar alertas frente al cambio en su composición de financiamiento contado/crédito, que ha pasado de 70%-30% en los años 2003-2005 a cerca de 45%-55% para el caso de VIS durante los años 2006-2007.

Recordemos que el *stock* del crédito hipotecario llegó a un mínimo de 2.4% del PIB a principios de 2006. Esta cifra era el resultado del coletazo de la crisis hipotecaria (1998-2001), del prepago y de la mayor cantidad de pagos de contado. Durante

Gráfico 5. Crédito general: crecimiento anual y tasa activa



Fuentes: Superintendencia Financiera y Banco de la República.

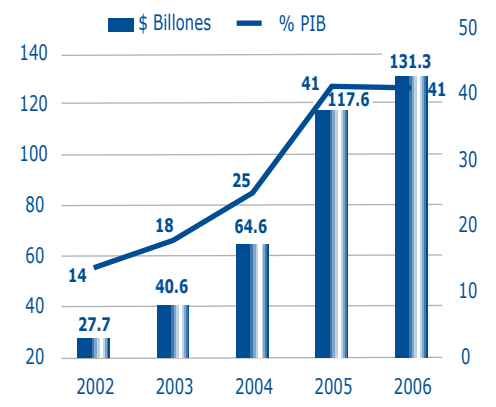
2006-2007 se ha observado una moderada pero sostenida recuperación, que ha llevado a que este tipo de cartera crezca actualmente a tasas de 12% real. Sin embargo, el acelerado crecimiento del Producto ha mantenido relativamente estable la participación de esta cartera en el PIB, por lo que muy seguramente al cierre del primer trimestre de 2007, esta línea de crédito se mantendrá en niveles de 2.4%-2.5% del PIB.

Entre tanto, el sector de edificaciones ha seguido creciendo a tasas de 15% real en promedio durante el período 2003-2006 y su dinamismo parece que continuará durante el año 2007. Lamentablemente, todavía no se cuenta con adecuadas herramientas de medición de precios en el sector hipotecario colombiano. La evolución de los precios de la vivienda registrados por el Dane no da buena cuenta de lo que en realidad se percibe en el mercado durante 2006-2007, especialmente en los estratos altos.

Por ejemplo, el valor de la transacción inmobiliaria promedio se elevó un 32% real en 2002-2006, a razón de 9% anual, pero los registros del Dane apenas muestran un incremento real de los costos de vivienda de 2% en ese período. De otra parte, los precios de la vivienda usada, según una actualización de la metodología de Jaramillo (2004), se han incrementado un 24% real en el mismo período, a razón de 4.7% anual. En síntesis, se puede decir que en materia de *stock* y flujo de crédito hipotecario se mantiene en “semáforo en verde”, aunque los precios ya empiezan a estar en “luz amarilla”, sin que contemos con fuentes estadísticas confiables a este último respecto.

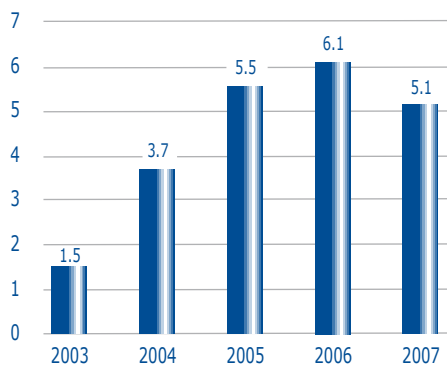
3. El mercado bursátil. Los activos bursátiles negociables pasaron

Gráfico 6. Capitalización bursátil en Colombia



Fuentes: Superintendencia Financiera, Dane y cálculos Anif.

Gráfico 7. Volúmen diario transado de TES (\$ billones)



Fuentes: Superintendencia Financiera y Banco de la República.

de representar el 13.6% del PIB en 2002 a cerca del 41.2% en 2005. Sin embargo, este indicador sufrió un bajonazo al caer a niveles del 40% del PIB, como resultado de la crisis de abril-junio de 2006 (ver gráfico 6). Adicionalmente, los volúmenes transados se desaceleraron: mientras que éstos se habían elevado de 1% a 8% del PIB entre 2003-2005, se estabilizaron en niveles del 11% del PIB en 2006.

Por el lado de “los precios”, éstos también sufrieron una reversión. El Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) había registrado valorizaciones

de 300% entre 2003-2005, pero tan sólo ganó 17% en 2006. Durante el primer trimestre de 2007, el IGBC no ha encontrado dirección, fluctuando en el margen 10.500-11.000 puntos, valor inferior al pico de 11.400 alcanzado en enero de 2006.

De otra parte, el tradicional indicador de la relación precio-ganancia (RPG) de las acciones también ha revertido su tendencia, pasando de niveles medios de 18% en 2006 a cerca de 14.6% en lo corrido de 2007. A pesar de ello, este último indicador se encuentra por encima de su valor medio de 2004, lo cual da una señal de “luz amarilla”.

4. El mercado de deuda pública. Luego del ciclo especulativo del período agosto 2005-abril 2006, el mercado de bonos públicos ha corregido parte de sus excesos. En materia de *stocks*, el saldo total de TES se ha estabilizado en niveles del 26% del PIB en 2006-2007, después de haber ascendido rápidamente desde niveles de 23% en 2004. El Gobierno supo aprovechar la favorable condición de las privatizaciones (de activos Fogafín y del sector energético) para aplicar dichos recursos a cuantiosas amortizaciones de los años 2006-2007.

En materia de flujos, los volúmenes transados de TES subieron ligeramente en 2006 hasta alcanzar los \$6 billones (promedio diario), cifra que prácticamente duplicaba los valores de los años 2004-2005. En lo corrido de 2007, estos volúmenes han bajado nuevamente a cerca de \$5 billones (ver gráfico 7). Los rebotes inflacionarios y el cambio de estrategia del mercado secundario (abandonando los esquemas de posición propia) explican la difícil situación que ha enfrentado el mercado de TES durante el primer semestre de 2007.

Los precios de los TES no han sido ajenos a estas correcciones de mercado. La sobrevaloración de los bonos públicos, que llevó a que los títulos *benchmark* se transaran a tasas nominales de tan sólo 7% nominal (2% real) en marzo de 2006, finalmente se corrigió resultando en la recomposición del activo bancario mencionada anteriormente. En efecto, al corte del primer trimestre de 2007, los TES habían corregido cerca de 300 puntos básicos al alza (llevándolos a tasas de casi 10% nominal en bonos a diez años). Dicha alza resultó similar a los 300 puntos básicos de elevación de la tasa repo del BR y a los más de 200 puntos de alza en la inflación total. La pérdida estimada por esta corrección en las tasas de interés de los TES puede ascender a 1.3%-1.5% del PIB, lo cual explica la condición de “semáforo en rojo” (ver cuadro 1).

Finalmente, las medidas adoptadas recientemente en materia cambiaria pueden ayudar a mantener ‘a raya’ las inversiones en TES (y acciones), pues corrigen los persistentes diferenciales de tasas de interés (T-bills vs. TES). En particular, éste sería el caso del depósito de 40% impuesto en mayo a la inversión de corto plazo, buscando poner el freno de mano a los flujos de portafolio y ayudar a contener la marcada apreciación.

III. Conclusiones

Hemos visto que, tras un período de relativa calma en materia de política monetaria (2002-2004), el Banco de la República pasó a enfrentar turbulencias financieras en 2005-2006 y presiones inflacionarias durante el año 2007.

Queda aún por evaluar si los impulsos monetarios dados por el BR, durante el período 2004-2005, resultaron excesivos a la luz del estallido de las burbujas bursátiles-TES en 2006 y frente al rebrote inflacionario de 2007. En cambio, no abrigamos mayores dudas sobre el negativo

efecto que tuvo la autoimposición de metas duales cambiarias-monetarias durante los años 2005-2007, lo cual terminó por entorpecer la conducción de la política del Banco de la República y le impidió recoger a tiempo la excesiva liquidez.

Durante 2005, el mercado y las autoridades ignoraron los problemas que podía traer dicha laxitud monetaria. Esto debido a que la inflación estaba bajo control, pero

**El BR es el encargado
no sólo de hacer sonar las
alarmas, sino que debe
correr a cerrar los grifos
de liquidez con suficiente
antelación para evitar
choques indeseados sobre
la inflación de bienes-
servicios y de activos.**

se cocinaban burbujas especulativas en otros frentes. Después vinieron las desvalorizaciones de activos que golpearon fuertemente el mercado bursátil-TES en 2006. Más recientemente se ha puesto en riesgo la meta de inflación de 2007 con registros anuales de inflación total de 6.2% y de inflación ‘básica’ de 4.5% para el cierre de mayo. De hecho, el grueso del mercado da por descontado que la meta se incumplirá al registrarse niveles de inflación que seguramente bordearán un 5% al cierre de 2007.

Si esta pérdida de la meta se debiera a factores climáticos, el BR podría usar lícitamente sus “cláusulas de escape” y sencillamente tendría que explicar que se trataba de choques de oferta agrícola y problemas estacionales. Pero si fuera la inflación sin alimentos la que también superara la barrera del 4.5% anual, entonces el BR tendría muchas

explicaciones por dar y evaluaciones que realizar.

Cabe recordar que el BR es el encargado no sólo de hacer sonar las alarmas, de poner los semáforos en rojo, sino que debe correr a cerrar los grifos de liquidez con suficiente antelación para evitar choques indeseados sobre la inflación de bienes-servicios y de activos. La autoridad monetaria debe utilizar todos los instrumentos disponibles para salvaguardar un esquema de Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C), tal como se discute a nivel internacional, donde la tarea es doble (Borio, 2006): mantener bajo control la inflación (‘subyacente’), al tiempo que se evitan las burbujas especulativas en los mercados hipotecarios, bursátiles, de deuda pública y crediticios. Las medidas de “emergencia” adoptadas recientemente por el BR apuntan en esta dirección, esperemos que éstas no hayan llegado demasiado tarde. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2006a), “Burbujas especulativas ‘multi-mercados’ y los excesos de liquidez”, *Comentario Económico del Día* julio 25.
- Anif (2006b), “La inflación de activos y el tamaño de las burbujas en Colombia”, *Informe Semanal* N°844, agosto.
- Anif (2006c), “La política monetaria en Colombia: ¿detrás de la curva de rendimientos?”, *Informe Semanal* No. 830, mayo.
- Banco de la República (2007), *Reporte de Estabilidad Financiera*, marzo.
- Borio, C. (2006), “Monetary and Prudential Policies at a Cross-Roads?”, *BIS Working Paper*, No. 216, September.
- Clavijo, S. (2002), “Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)”, *Ensayos sobre política económica*, No. 41-42, junio-diciembre.
- Clavijo, S. and A. Vera (2007), “Rethinking Monetary Policy: Rules and Discretion (Not Rules Vs. Discretion)”, Anif, March.
- Jaramillo, S. (2004), “Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá 1970-2004”, *Documentos Cede* No. 002164, Universidad de los Andes, octubre.