

- + **Basilea III** y el sistema bancario de Colombia
- + Impactos regulatorios sobre el **mercado de capitales: la Hoja de Ruta**
- + **Mercado de capitales e infraestructura** en Colombia

- + Entrevista a **Mauricio Cárdenas**, ministro de Hacienda y Crédito Público

financiera

carta

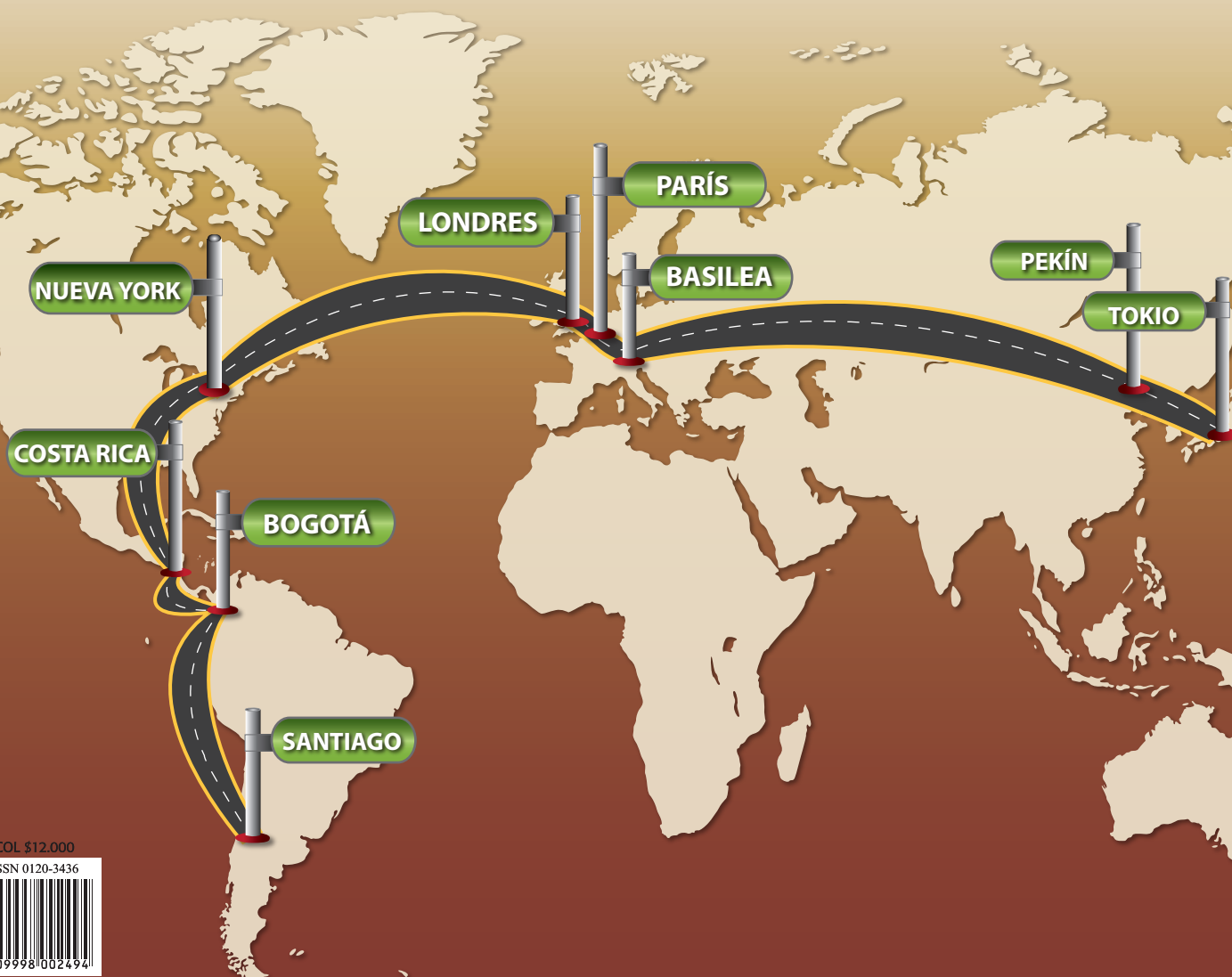
160

OCTUBRE/DICIEMBRE 2012



BASILEA III:

¿Una atiborrada autopista financiera?



COL \$12.000

ISSN 0120-3436



7 709998 002494

No.160 Octubre - Diciembre de 2012

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

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2010-256 4-72
La Red Postal de Colombia
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Alejandro Vera

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADOR JEFE
David Malagón

INVESTIGADORES ANIF
Margarita Cabra
Ekatérina Cuéllar
Raúl Alejandro Fandiño
Manuel I. Jiménez
Álvaro Parga
María P. Salcedo
Nelson Vera
Sandra Zamora
Ana M. Zuluaga
Liliana Ordoñez

EDITORA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez

ILUSTRACIÓN CARÁTULA
Luz Stella Sánchez

IMPRESIÓN
Prensa Moderna

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



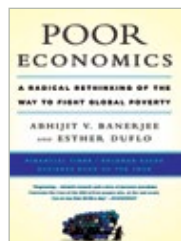
SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86

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

DISTRIBUCIÓN
DISTRIBUIDORA COLOMBIA

CORREO ELECTRÓNICO **anif@anif.com.co**
PÁGINA WEB **www.anif.co**

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



Sumario Octubre - Diciembre de 2012

EDITORIAL

- 4 La reforma tributaria de 2012:**
Buenos diagnósticos, pero soluciones subóptimas

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 11 Basilea III y el sistema bancario de Colombia:**
Simulaciones sobre sus efectos regulatorios
Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón y Alejandro González
- 22 Impactos regulatorios sobre el mercado de capitales:**
la Hoja de Ruta
César Prado
- 28 Impactos regulatorios sobre el mercado de capitales:**
la visión de un comisionista de Bolsa
Diego Jiménez
- 33 ¿Por qué el mercado de capitales no financia la infraestructura en Colombia?**
Clemente del Valle
- 40 Impacto causal del programa de aspersión aérea sobre los cultivos ilícitos en la frontera colombo-ecuatoriana**
Margarita Cabra y Daniel Mejía

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 50 El límite a las tasas de interés hipotecarias y la competencia bancaria**
- 55 El Banco de la República, su independencia y los ajustes institucionales**
- 60 La Regla Fiscal: 'Cláusulas de Oro' para financiar la infraestructura**

Entrevista

- 65 Mauricio Cárdenas, ex ministro de Minas y Energía y ahora ministro de Hacienda**

TORRE DE MARFIL

- 74 Economía de la pobreza: repensando la lucha contra la pobreza global**
Libro escrito por Abhijit Banerjee y Esther Duflo
Comentado por: Sergio Clavijo

La reforma tributaria de 2012:

Buenos diagnósticos, pero soluciones subóptimas

“ La Administración Santos aprovechó el remesón de su gabinete para decirle al país que no ha olvidado sus metas de “buen gobierno” y que sabe que tiene una agenda pendiente abultada, a saber:

1) una reforma tributaria estructural; 2) la Estatutaria en Salud; 3) la reforma pensional y 4) una reforma laboral que flexibilice la contratación y reduzca de forma significativa los costos no laborales. ”

El Proyecto de Ley Tributaria No. 166 de 2012, radicado recientemente por el gobierno ante el Congreso, tiene la virtud de la oportunidad, pues ha “descongelado” una serie de reformas que, tras el fiasco de la Reforma Constitucional a la Justicia, creíamos que no se volverían a retomar hasta superada la fase reelectoral del primer semestre de 2014. De esta manera, la Administración Santos aprovechó el remesón de su gabinete para decirle al país que no ha olvidado sus metas de “buen gobierno” y que sabe que tiene una agenda pendiente abultada, a saber: 1) una reforma tributaria estructural; 2) la Estatutaria en Salud (también anunciada recientemente); 3) la reforma pensional (hasta el

momento consistente en “simples bálsamos” BEPs); y 4) una reforma laboral que flexibilice la contratación y reduzca de forma significativa los costos no laborales para las firmas (todavía bordeando un 40%-60% sobre la nómina).

Dicho proyecto de reforma tributaria también contiene valiosos reconocimientos en su diagnóstico que, hasta el momento, la Administración Santos venía tratando como “simples mitos”, en vez de realidades estructurales (ver *Informe Semanal* No. 1115 de marzo de 2012). Por ejemplo, al trabajar en la línea de continuar eliminando gabelas tributarias al capital e intentar desmontar los parafiscales del Sena-ICBF (aunque de forma

Cuadro 1. Ingresos fiscales en América Latina
(Sector Público Consolidado, % del PIB, 2010)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia*	México**
Ingresos totales	37.2	36.7	35.7	27.3	22.6
Ingresos tributarios	26.3	25.4	20.0	18.3	10.2
Contribución seguridad social	7.0	6.5	1.4	1.7	1.6
No tributarios	3.9	4.8	14.3	7.2	10.9

* Cifras al cierre de 2011.

** Sector Público No Financiero.

Fuente: cálculos Anif con base en Cepal, FMI, MHCP y bancos centrales de cada país.

subóptima), se está reconociendo que existe un grave problema de desempleo estructural (bordeando el 10%-11%) y de informalidad laboral (50%-60%), donde sólo el realineamiento de los costos Capital/Trabajo ayudará a corregirlos de forma perdurable.

El impulso a esta reforma tributaria en Colombia coincidió con el lanzamiento del Reporte Anual 2012 de la CAF, cuyo tema central tenía que ver precisamente con la equidad y eficacia del recaudo y el gasto público en América Latina. Colombia no sale bien librada en dicho reporte, pues no sólo arroja un sistema tributario que no corrige su elevado Gini (0.54), sino que su relación Recaudo Tributario Consolidado/PIB resulta inferior a la media de la región (18%-19% vs. 23% del PIB), ver cuadro 1. Colombia, además, presenta serias deficiencias en su estructura impositiva en renta-IVA y se recarga excesivamente en “impuestos antitécnicos” (como el 4x1.000 y el Impuesto al Patrimonio).

La actual propuesta del gobierno contiene tres valiosos pilares tributarios: i) mejoras de equidad en lo relacionado con el imponible de persona natural, entrando a gravar más temprano el ingreso (como en el resto de América Latina) y a tasas razonables del 1%-5%, al tiempo que se eleva la tasa efectiva para ingresos altos al rango 10%-15%, que hoy se gravan a tasas irrisorias por cuenta de exageradas prebendas tributarias (tipo AFC y ahorros voluntarios); para ello se plantea un ingenioso principio de Impuesto Mínimo Alternativo (IMAN); ii) intentos por simplificar la estructura del IVA y lograr ganancias en eficiencia a través de reducir el número de tasas de 7 a 3 (0%, 5% y 16%), aunque dicho objetivo difícilmente se alcanzará si éstas se sustituyen por otras tantas bajo el nuevo formato (extraño para Colombia) de impuestos al consumo; y iii) intentos por desmontar 13.5 puntos porcentuales (= 2% Sena + 3% ICBF

+ 8.5% salud) de cobros a las firmas por contrataciones vía nómina salarial, para lo cual se plantea sustituir dichos recaudos de cerca del 1% del PIB por un nuevo impuesto CREE (Contribución Empresarial para la Equidad) del 8% sobre las utilidades de las firmas. Como veremos, el mayor logro de una reforma de este tipo estaría en el IMAN, pues no sólo reduciría el coeficiente de desigualdad Gini, sino que incrementaría la tributación de personas naturales en cerca del 0.5% del PIB (o un 0.7% según cálculos de

por esa vía se abría un “hoyo negro” de descuentos para otros sectores, lo cual le generaba grandes pérdidas a la Dian? ¿O que se venían robando las devoluciones de IVA de las exportaciones? La pregunta de fondo es: ¿Será que éste es el inicio del abandono del sistema de IVA en Colombia al ser incapaces de administrarlo en medio de la corrupción interna de la Dian, que valientemente está tratando de corregir el Dr. Ortega?

En el frente de parafiscalidad laboral, Anif ya ha expresado sus reservas

“ La actual propuesta del gobierno contiene tres valiosos pilares tributarios: i) mejoras de equidad en lo relacionado con el imponible de persona natural; ii) intentos por simplificar la estructura del IVA y lograr ganancias en eficiencia, y iii) intentos por desmontar 13.5 puntos porcentuales de cobro parafiscal.”

la Dian). De ser así, Colombia estaría elevando el total de esa tributación de persona natural del actual 1.1% del PIB hacia un 1.6% del PIB, pero todavía por debajo del 2.3% del PIB que se obtiene en Chile.

Infelizmente, Anif no es muy optimista sobre los logros (netos) de los otros dos elementos de dicha reforma (IVA y parafiscales). Por ejemplo, el efecto neto de la nueva estructura simplificada del IVA, pero complicada ahora por tres tasas de imponible-consumo, tan sólo aportaría un 0.08% del PIB. Esto debido a la adopción de un sistema de imponible-consumo extraño a Colombia (parecido al *excise tax* de Estados Unidos), en vez de profundizar las ganancias que nos debería dejar un sistema de IVA (europeo) bien administrado. ¿Sabía usted que la “racionalidad económica” para desmontar el IVA en restaurantes es que no sólo rendía poco el 16% de tasa general, sino que

sobre la capacidad de generar importantes ganancias en formalidad laboral a través de pasar la base del gravamen de la nómina hacia las utilidades de las firmas (CREE), ver *Comentario Económico del Día* 9 de octubre de 2012. Para lograr dicho cometido, se debe buscar: i) una fuente de sustitución tributaria general (elevando el IVA del 16% al 17% frente a la media del 18% en América Latina y del 22% en Europa); ii) ahondar dicho desmonte al incluir el 4% de las Cofamiliares, sin que hasta la fecha el gobierno haya explicado la racionalidad económica para dejarlo “incólume”; y iii) llevar el gasto de los parafiscales (Sena, ICBF) al presupuesto nacional, pues sólo así se podrá elevar su eficacia, lo cual no está contemplado en el actual Proyecto de Ley.

Por último, a Anif le preocupa que, a pesar de haberse incluido valiosos elementos estructurales (Gini, IVA y parafiscales), esta reforma será “otra

oportunidad perdida” para propósitos de cerrar la brecha tributaria que exhibe hoy Colombia respecto tanto de sus necesidades, como del referente medio de América Latina (como ya lo explicamos). En efecto, el Proyecto de Ley habla de “una reforma neutra en recaudo”. Los cálculos de Anif arrojan una ligera pérdida en el recaudo del 0.2% del PIB (en 2014). Pero independientemente de estas discrepancias de cálculo, la verdad es que el país debería estar pensando en incrementar el recaudo en al menos un 2% del PIB para poder enfrentar gastos adicionales del sistema de salud, que difícilmente se taponarán por la vía de la Estatutaria en Salud; gastos adicionales para impulsar la infraestructura (¿vigencias futuras sin respaldo?); y el creciente pasivo pensional que nos va dejando la reversión hacia el sistema público de Colpensiones (altamente subsidiado), ahora agravado por los BEPs y las pensiones familiares.

Impuesto de renta de personas naturales: el IMAN

El gráfico 1 ilustra las ganancias esperadas por el IMAN, al elevar las tasas efectivas de tributación para persona natural, en la forma antes comentada. El mecanismo consiste en que se podrán hacer deducciones tanto de vivienda (AFCs) como de ahorros pensionales voluntarios (AFPs), ahora ambos con límites, pero en ningún caso se pagarán tasas efectivas inferiores a las allí señaladas en función del ingreso bruto. Nótese que estos cálculos efectivos netos no resultan muy diferentes de los que había propuesto Anif en su *Informe Semanal* No. 1128 de marzo de 2012, ver gráfico 1.

La Dian ha estimado que la ganancia neta en el recaudo sería de unos \$5.1 billones en 2014 (0.7% del PIB). Sin embargo, Anif considera que dicha

ganancia sería más bien del orden de los \$3.6 billones (0.5% del PIB), ver gráfico 2.

Homogenización de tasas del IVA y creación del Impuesto al Consumo

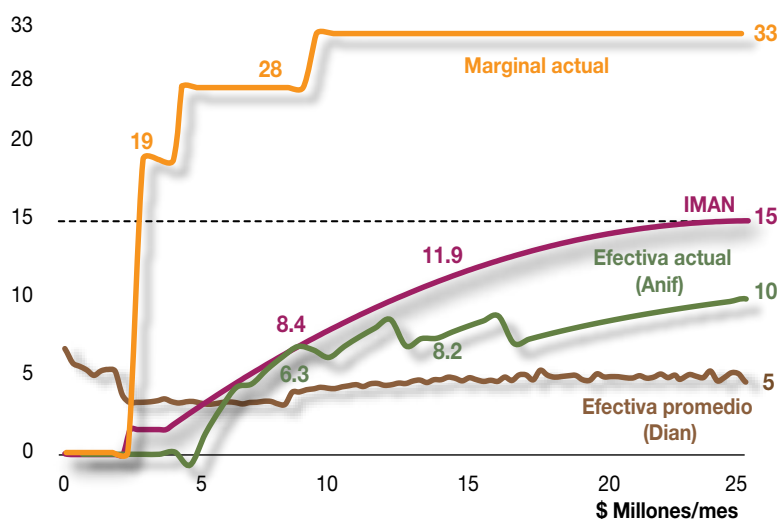
En vez de siete tasas de IVA, quedarían sólo tres tasas del 0% (bienes exentos), el 5% (básicamente insumos del agro y canasta familiar) y el 16% (como tasa general). Con el fin de evitar caídas en el recaudo en bienes que tenían tasas superiores al 16% (especialmente bienes de lujo gravados al 20%-35%), se crearon tasas adicionales a las de IVA, que se manejarán como imposable, en el rango 4%, 8% y 16%. El efecto fiscal (neto) al interior del IVA sería de unos \$91.000 millones hacia el año 2014. Las ganancias serían de unos \$312.000 millones/año al llevar los IVAs del 1.6%-10% al 16%. Sin embargo, habría pérdidas de unos \$221.000 millones al permitir descuentos en la totalidad de los insumos.

Según la Dian, el imposable generaría unos \$923.000 millones en 2014 (0.1% del PIB). Nótese que la estimación oficial habla de incrementos hasta de \$646.000 millones por cuenta del imposable en restaurantes (a tasa del 8%). En cambio, Anif asigna ganancias de sólo unos \$320.000 millones por cuenta de las serias dificultades de fiscalización, precisamente ahora que se pierde la “contabilización en cascada”, aunque la Dian menciona que esa era una fuente de pérdida neta por descuentos (¿ficticios?) hacia otros sectores.

Sustitución (parcial) de parafiscales laborales por impuesto a las utilidades (CREE)

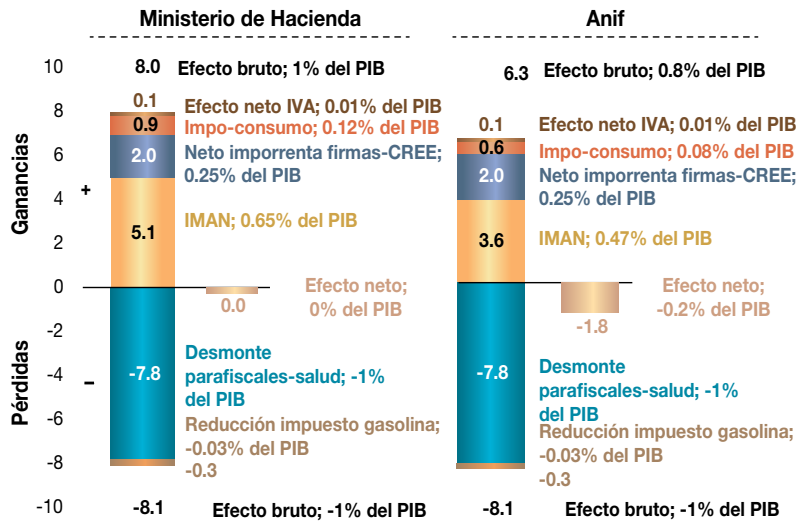
Se trata de desmontar 13.5 puntos porcentuales (= 2% Sena + 3% ICBF + 8.5% salud) de cobros a firmas privadas en la porción de la nómina con salarios inferiores a 10 SML (cerca de \$6 millones/mes). El costo fiscal de dicho desmonte ascendería a unos

Gráfico 1. Tasas de tributación efectivas persona-natural: Régimen actual vs. IMAN



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

**Gráfico 2. Efecto fiscal de la reforma tributaria
MHCP vs. Anif
(\$ billones y % del PIB)**



Fuente: elaboración Anif con base en MHCP y Dian.

“ El balance de Anif se puede resumir así:
1) bien por los esfuerzos de buscar mayor equidad en la tributación de persona-natural; 2) regular en los esfuerzos de simplificación del IVA; 3) regular en los esfuerzos por aliviar las cargas parafiscales, y 4) mal en haber desperdiciado una buena oportunidad para elevar la tributación efectiva. ”

\$7.8 billones en 2014 (1% del PIB), el cual sería financiado con la creación de un tributo sobre las utilidades de las firmas a la tasa del 8%.

En principio se habla de un efecto neutro sobre la tributación de las firmas, pues la tasa general de imporrenta se rebajaría del 33% al 25% (¿haciendo honor ficticio a la “confianza inversionista”?), pero al mismo tiempo se instituye el CREE a la tasa del 8%. Pero la diferencia a la hora del recaudo radica en que, siendo un nuevo tributo, lo deben entrar a pagar también las firmas que tenían contratos de estabilidad tributaria (Ley 963 de 2005) y, además, su alcance es

mucho más amplio al vincular dineros de conglomerados financieros, energía alternativa o ecoturismo, entre otros. La Dian ha estimado que la reducción en imporrenta del 33% al 25% sacrificaría unos \$8.7 billones (1.1% del PIB) en 2014, pero el CREE lograría una sobrecompensación al generar recaudos por \$10.1 billones (1.3% del PIB). Ello implicaría un saldo positivo cercano a los \$2 billones (0.2% del PIB). La propuesta también busca generar algo de tributación vía “ganancias ocasionales” al reducir su tasa del 33% al 10%.

En síntesis, el gobierno espera un efecto fiscal cuasi nulo (-\$32.000 millones en 2014), resultante de: i)

ganancias vía IMAN de +\$5.1 billones; ii) ganancias (netas) de +\$2 billones por imporrenta de firmas vía CREE; iii) ligeras ganancias por homogenización en las tasas del IVA (+\$91.000 millones); iv) algo de ganancias de impo-consumo por valor de +\$923.000 millones (+0.1% del PIB); v) pérdidas por reducción de impuestos a la gasolina (-\$252.000 millones; -0.03% del PIB); y vi) pérdidas por desmorte (parcial) de parafiscales y pagos de salud (-\$7.8 billones; -1% del PIB), ver gráfico 2. En últimas, el desmorte de los parafiscales estaría siendo financiado por el aumento en el recaudo del IMAN, el impo-consumo y, en menor medida, por la sobrecompensación del CREE frente a la reducción del imporrenta de las firmas del 33% al 25%.

Conceptualmente hablando, el balance de Anif se puede resumir así: 1) bien por los esfuerzos de buscar mayor equidad en la tributación de persona-natural a través del IMAN; 2) regular en los esfuerzos de simplificación del IVA, pues se complica al introducir un sistema (no probado) de impuestos al consumo y sin lograr ganancias netas en el recaudo de relevancia; 3) regular en los esfuerzos por aliviar las cargas no salariales sobre la nómina, pues no se introdujeron rubros clave (como Cofamiliares), no se vincularon al presupuesto los gastos del Sena - ICBF y no se recurrió a la tributación general, donde la NO fungibilidad seguramente impedirá ganancias significativas en formalización laboral; y 4) mal en haber desperdiciado una buena oportunidad para elevar la tributación efectiva de Colombia en al menos un 2% del PIB, donde en el período 2013-2014 el gobierno tendrá que llevar al Congreso otra reforma tributaria (incluyendo para entonces la urgente necesidad de sustituir el 4x1.000 y el impuesto patrimonial, totalizando casi un 1.5% del PIB de tributación vigente “empantanada”). ANIF

Basilea III y el sistema bancario de Colombia:

Simulaciones sobre sus efectos regulatorios

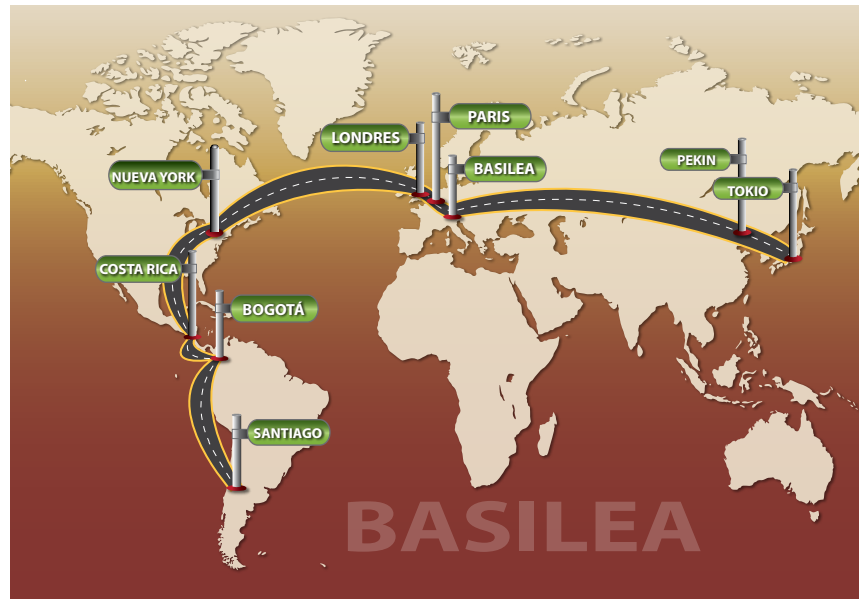
Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón y Alejandro González *

Introducción

La crisis financiera internacional de 2007-2012 ha derivado en una Gran Recesión en el mundo desarrollado, situación no vista desde la era de la Gran Depresión (1929-1933).

Como resultado de todo ello, en Estados Unidos la tasa de desempleo abierto se duplicó, pasando del 5% al 9%-10% durante 2007-2010. Incluso en 2011-2012 esta tasa persiste en valores elevados cercanos al 8% frente a un nivel de largo plazo (NAIRU) del 4%-5%. En el caso de Europa, el estallido de la crisis hipotecaria ha dejado cicatrices igualmente graves y su resolución ha ocurrido de forma más lenta y atropellada. Por ejemplo, en España la tasa de desempleo abierto ha bordeado el 25% durante 2012 y su Producto se estará contrayendo a tasas del 1%-2% durante 2012 y 2013.

Todo esto llevó a replantear los esquemas regulatorios a nivel global. En Estados Unidos se aprobó la Ley Dodd-Frank a finales de 2010, la cual busca evitar repeticiones de sobreapalancamientos financieros. En



Gran Bretaña, el Banco de Inglaterra retomó las riendas de la regulación-supervisión bancaria y busca contener dichos sobreapalancamientos, pero sin imponer un peligroso Gravamen a las Transacciones Financieras o ahuyentando a los mercados de derivados.

Este artículo es un resumen de un documento elaborado por Anif que se titula: "Basilea III y el sistema bancario de Colombia: Simulaciones sobre sus efectos regulatorios" (ver: http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Basilea1112_1.pdf).

*Director, Subdirector, Economista Jefe y ex investigador de Anif, respectivamente. Email: sclavijo@anif.com.co

Tal vez la lección más evidente tras los acuerdos de Basilea I y II es que, si bien la mayoría de las instituciones cumplía con los requerimientos de capital (*a valor facial*), la disponibilidad de capital de calidad no era la adecuada bajo momentos de tensión financiera. El gran fracaso de Basilea II es que, si bien se preparó durante 2000-2005 para enfrentar tensiones globales, durante su materialización, en 2007-2009, se percató tardíamente que recargaba en exceso sus mediciones de riesgo en las calificadoras (cooptadas por el sistema) y en

11.9%, bajo una hipotética aplicación inmediata de dichos lineamientos en términos de depurar el patrimonio y suponiendo que las entidades financieras no recomponen su capital para cumplir con esta nueva medida. Aunque a nivel general todavía se estaría cumpliendo con la solvencia mínima del 9% (e inclusive con su futuro elevamiento al 10.5%, incluyendo el colchón de conservación del capital), cerca de un 8.6% de los activos del sector bancario quedaría por debajo de dicho umbral, bajo este escenario hipotético de “ducha

nuevas normas para fortalecer el capital bancario, teniendo en cuenta el fracaso de Basilea II en contener la crisis financiera global de 2007-2009. Su objetivo central es robustecer la disponibilidad del capital, incrementando su cantidad por unidad de negocio y aumentando la calidad del mismo.

Con relación al capital, Basilea III define dos límites a cumplir: i) la razón de capital nivel I (o Tier I) respecto de los Activos Ponderados por Riesgo (APRs) deberá ser mínimo del 6%, cuyo componente central (capital tangible) no puede ser inferior al 4.5%; y ii) la razón de solvencia total (capital total/APRs) no podrá ser inferior al 8%. Dichos límites deben cumplirse, luego de realizarse las deducciones de los ajustes regulatorios que aplican sobre el capital, los cuales hacen referencia a una serie de conceptos que se deben “filtrar” del patrimonio, con el fin de garantizar un alto grado de pureza y calidad del mismo. Adicionalmente, se les exigirá a los bancos mantener un “colchón” (amortiguador) de conservación del capital del 2.5% que sirva de reserva para los períodos de estrés, con lo cual el capital tangible mínimo ascenderá al 7% y el requerimiento total al 10.5%. Asimismo, las entidades deberán acopiar patrimonio adicional de nivel I, con el fin de dotar un colchón anticíclico que sirva como protección ante eventuales pérdidas derivadas de crecimientos excesivos del crédito que incrementen el riesgo sistémico. El monto de este colchón puede oscilar entre el 0% y el 2.5% de los APRs. Igualmente, se elimina el capital de nivel 3 (Tier 3), cuya finalidad era cubrir únicamente riesgos de mercado. También se definen estándares de liquidez de corto plazo (coeficiente de cobertura de liquidez) y de largo plazo (coeficiente de financiación estable neta), los cuales entrarán a operar a partir de 2015 y de 2018, respectivamente.

“ La virtud de Basilea III, de 2010, es requerir más capital de calidad, especialmente en aquellas instituciones que tienen potencial riesgo sistémico global. ”

mecanismos de mercado proclives al sobreapalancamiento generalizado. Así, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria tuvo que “rayar” nuevamente la cancha y replantearse los esquemas de “banca universal”, de operaciones por fuera de balance e intentar (aún no lo logra) limitar los sobreapalancamientos con dineros de terceros. La virtud de Basilea III, de 2010, es requerir más capital de calidad, especialmente en aquellas instituciones que tienen potencial riesgo sistémico global.

En Colombia, al igual que en el resto del mundo, la implementación de Basilea III implica un cambio importante respecto a lo que se considera capital adecuado y “capital tangible”.

En este trabajo analizaremos, para el caso de Colombia, la sensibilidad financiera resultante de aplicar los lineamientos del Decreto 1771 de 2012. Como veremos, la relación de solvencia bancaria disminuiría, pasando del 14.2% observado a diciembre de 2011 a cerca de un

fría”. De allí la importancia de moverse gradualmente hacia esa depuración del capital, como bien lo contempla el Decreto 1771, buscando “cronogramas” realistas que representen un equilibrio entre el norte fijado por Basilea III y la capacidad de elevar el capital tangible que tienen las entidades bancarias de Colombia. Este trabajo consta de tres partes, adicionales a esta introducción. En el segundo capítulo analizaremos los lineamientos básicos de Basilea III y su calendario de aplicación. En el tercer capítulo presentaremos los resultados de algunas simulaciones relacionadas con la aplicación de Basilea III en Colombia, siguiendo los lineamientos del Decreto 1771. Por último, el capítulo cuarto resume las principales conclusiones de este estudio.

Fundamentos del Acuerdo de Basilea III

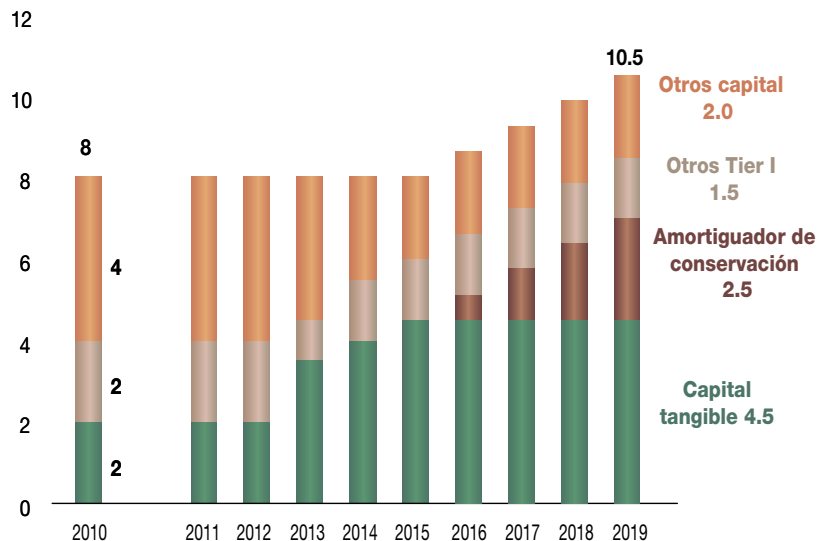
En 2010, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria estableció

En síntesis:

- El nivel I (Tier I) del capital se refiere a aquellos instrumentos capaces de enjugar pérdidas inesperadas de un banco, manteniendo la operación normal y honrando los depósitos existentes. Basilea III estableció un cronograma en el horizonte 2013-2015 para alcanzar ese umbral de mínimo un 6% en este componente de capital.
- El componente de capital tangible (Tier I *core*) hace referencia al capital disponible para asumir pérdidas inesperadas que no debe ser inferior al 4.5%.
- El nivel II (Tier II) constituye un capital suplementario al del nivel I, sólo que su disponibilidad es más baja y tiene como objetivo absorber las pérdidas de una entidad en liquidación.
- La razón de solvencia total (capital total/APRs) se mantiene en el 8%, igual que en Basilea I y II, pero se elevaría al 10.5% con el colchón de conservación del capital.

Dado que cumplir con estas exigencias de nuevo capital disponible requiere esfuerzos financieros importantes, se ha dado un plazo prudencial para que los accionistas de los bancos puedan acopiar dichos recursos. Por ejemplo, las medidas relativas a acoplarse a los porcentajes del nivel I del capital se aplicarán progresivamente en el horizonte 2013-2015, mientras que las relacionadas con el patrimonio adicional de los “colchones” de conservación y anticíclico regirán a partir de 2016-2018 (ver gráfico 1). La idea es que, independientemente de los plazos intermedios que otorguen las autoridades locales, se cumpla a nivel global con todos estos requisitos para 2019. Aquellos bancos sistémicamente importantes (por su tamaño) deberán tener una capacidad mayor a la del promedio para absorber pérdidas.

Gráfico 1. Transición de los requerimientos mínimos de capital (% de los Activos Ponderados por Riesgo, APRs)



Fuente: elaboración Anif con base en BIS.

“Dado que cumplir con estas exigencias de nuevo capital disponible requiere esfuerzos financieros importantes, se ha dado un plazo prudencial para que los accionistas de los bancos puedan acopiar dichos recursos.”

En la práctica ello implicará contar con capital tangible superior al 7% mencionado anteriormente, magnitud que fue corroborada por los resultados de las pruebas de estrés (*stress tests*) llevadas a cabo en 2009-2011.

Análisis de sensibilidades del índice de solvencia bancario de Colombia frente a Basilea III

Recientemente, el gobierno publicó el Decreto 1771 de 2012, el cual modifica las reglas con las que se estará calculando la relación de solvencia de los establecimientos de crédito, fijando un cronograma de convergencia hacia los nuevos parámetros, en el horizonte

agosto 2012–agosto 2013. Al igual que ocurre a nivel global, esta regulación se enmarca bajo el principio de contar con un patrimonio adecuado, de calidad y con potencial de enfrentar tensiones financieras, para garantizar el buen funcionamiento de las entidades y salvaguardar los depósitos del público. Ver recuadro 1 para detalles sobre la conceptualización del nuevo patrimonio técnico.

Este nuevo marco divide en tres partes el capital regulatorio (Patrimonio Técnico), el cual debe cumplir con ciertos requisitos, a saber:

- Patrimonio Básico Ordinario (PBO) neto de deducciones. Éste comprende los instrumentos de

capital de alta disponibilidad. Dentro de este capital tangible (Tier I core) sobresalen las reservas legales (utilidades retenidas) y las acciones ordinarias.

- Patrimonio Básico Adicional (PBA). Aquí se incluyen las acciones preferenciales. Así, la suma del PBO neto de deducciones y el PBA equivalen al nivel I (Tier I).
- Patrimonio Adicional (PA). Éste contempla instrumentos de menor convertibilidad. Entre éstos se destacan los bonos subordinados y la valorización de inversiones, entre otros. Este componente equivale al nivel II (Tier II).

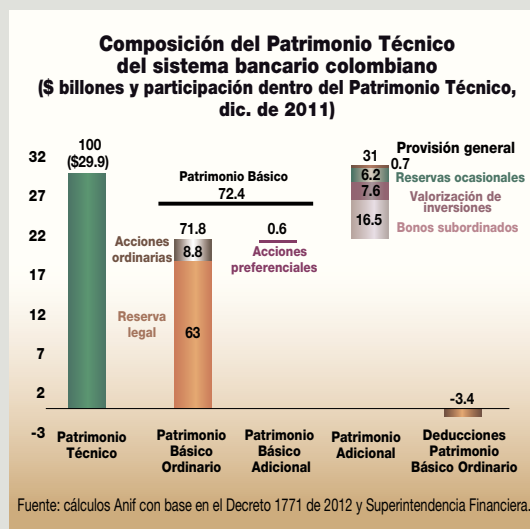
“ Al igual que ocurre a nivel global, esta regulación se enmarca bajo el principio de contar con un patrimonio adecuado, de calidad y con potencial de enfrentar tensiones financieras, para garantizar el buen funcionamiento de las entidades y salvaguardar los depósitos del público. ”

La nueva regulación establece dos límites mínimos relacionados con los requerimientos de capital (ver recuadro 2 para un resumen conceptual). El primero se define sobre la Relación de Solvencia Total (RST = Patrimonio Técnico/APRs), fijado en el 9%, siguiendo lo estipulado en la normatividad anterior (Decreto 2555 de 2010). El segundo límite se refiere a la Relación de Solvencia Básica (RSB = Patrimonio Básico Ordinario neto de deducciones/APRs), la cual no debe ser inferior al 4.5%. Dicha regulación también define unas deducciones que se deben realizar sobre el PBO, con el fin de garantizar un alto grado de “pureza” del capital

Recuadro 1

¿Cómo se compone el Patrimonio Técnico en Colombia bajo la definición del Decreto 1771 de 2012?

Con la implementación del Decreto 1771 de 2012, el Patrimonio Técnico del sistema bancario en Colombia sumaría alrededor de \$29.9 billones. En diciembre de 2011, bajo la medición anterior (Decreto 2555 de 2010), este rubro se ubicó en \$35.7 billones. Dicha diferencia se explica principalmente por la redefinición de cada uno de los componentes del capital (Patrimonio Básico Ordinario, Patrimonio Básico Adicional y Patrimonio Adicional) y por las deducciones del Patrimonio Básico Ordinario. Así las cosas, si se aplica esta nueva norma sin un plazo de transición (escenario “ducha fría”), el Patrimonio Básico (equivalente a la suma de



los componentes Básico Ordinario neto de deducciones y Básico Adicional) pasaría de representar el 75.1% del Patrimonio Técnico (de acuerdo con las definiciones de la normatividad anterior) al 72.4%.

Como se observa en el gráfico, los componentes más representativos del Patrimonio Técnico son la reserva legal (63% del total), los bonos subordinados (16.5%), las acciones ordinarias (8.8%) y la valorización de inversiones (7.6%). Dichos instrumentos concentran cerca del 96% del Patrimonio Técnico del sistema bancario colombiano. En el Patrimonio Básico Ordinario, los principales componentes serían las acciones ordinarias y la reserva legal, mientras que en el Básico Adicional estarían las acciones preferenciales. Entre tanto, los instrumentos más importantes del Patrimonio Adicional serían los bonos subordinados, la valorización de inversiones y la reserva ocasional.

Recuadro 2

Propuesta del Gobierno Colombiano

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Patrimonio técnico}}{\text{APR} + \left(\frac{100}{9}\right) \text{VaRM}} \geq 9\%$$

Patrimonio Técnico = Básico Ordinario (PBO) - deducciones PBO (D_{PBO}) + Básico Adicional (PBA) + Adicional (PA)
 APR = activos ponderados por nivel de riesgo (riesgo de crédito)
 VaRM = valor en riesgo de mercado

Patrimonio Técnico

Patrimonio Básico Ordinario (PBO):

- Acciones ordinarias
- Utilidades retenidas (reserva legal)
- Otros asimilables (capacidad de enjugar pérdidas)

Deducciones PBO (D_{PBO}):

- Pérdidas de ejercicios anteriores o en curso
- Inversiones de capital
- Impuesto de renta diferido neto (cuando es positivo)
- Activos intangibles registrados a partir del 23 de agosto de 2012 (*goodwill*)
- Acciones propias readquiridas
- Valor no amortizado del cálculo actuarial del pasivo pensional

$$\text{Solvencia básica} = \frac{\text{PBO} - D_{\text{PBO}}}{\text{APR} + \left(\frac{100}{9}\right) \text{VaRM}} \geq 4.5\%$$

Patrimonio Básico Adicional (PBA):

- Acciones preferenciales

Patrimonio Adicional (PA):

- Reservas ocasionales (hasta por un 10% del PT)
- Valorizaciones o ganancias no realizadas (hasta un 50%)
- Bonos subordinados
- Provisiones crediticias generales (hasta un 1.25% de los APRs)

Fuente: elaboración Anif con base en el Decreto 1771 de 2012.

tangible. En éstas se incluyen las inversiones de capital y los activos intangibles (*goodwill*), entre otros.

La filosofía detrás de este nuevo marco normativo consiste en asegurar unos niveles mínimos de patrimonio, de la mejor calidad, que les permitan a los establecimientos de crédito cubrir las posibles pérdidas derivadas del deterioro de sus activos y respaldar los recursos del público que administran. Una aproximación pedagógica a esta dinámica se puede realizar a través de la ecuación contable:

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Patrimonio}$$

Dicha ecuación establece que los activos de una entidad financiera (cartera, inversiones, etc.) deben fondearse con ahorros del público (pasivos) y con recursos propios (patrimonio-capital). Lo anterior sugiere que la depuración del capital regulatorio prevista en el Decreto 1771 tiene como objetivo incrementar la capacidad patrimonial de los bancos para respaldar sus activos y preservar los ahorros del público. Para esto, se busca que el capital esté compuesto por instrumentos que cumplan con criterios exigentes de permanencia, liquidez y posible absorción de pérdidas. Por tal motivo, la nueva regulación excluye de allí conceptos que riñen con estos estándares, tales como la valoración de activos fijos, el *goodwill* y los impuestos diferidos netos, entre otros, los cuales elevan artificialmente el patrimonio y pueden generar distorsiones en la ecuación contable.

Anif, siguiendo las metodologías de Asobancaria (2011) y de la Superintendencia Financiera, ha realizado una serie de análisis de sensibilidad del índice de solvencia ante diferentes escenarios de depuración de la calidad del capital.

Un primer ejercicio consiste en imaginarse la aplicación de un tratamiento de “ducha fría” tendiente a implantar inmediatamente lo contemplado en

“ La filosofía detrás de este nuevo marco normativo consiste en asegurar unos niveles mínimos de patrimonio, de la mejor calidad, que les permitan a los establecimientos de crédito cubrir las posibles pérdidas derivadas del deterioro de sus activos y respaldar los recursos del público que administran. ”

el Decreto 1771, suponiendo que los bancos no recomponen su capital para cumplir con esta nueva norma. Ello implicaría eliminar del nivel I del capital (Tier I) lo relativo a los impuestos diferidos netos y la porción no amortizada de los pasivos pensionales del sistema, entre otros. El impacto de esta medida reduciría el índice de solvencia del sistema bancario colombiano del 14.2% (a diciembre de 2011) al 11.9% (ver gráfico 2). Si bien dicho nivel todavía resulta superior al mínimo estipulado del 9%

en Colombia (o al 8% a nivel global), cabe destacar que unos tres bancos, de un total de 23, podrían caer por debajo de ese 9%. Por ello es que el Decreto 1771, acertadamente, adopta un enfoque gradual en el tiempo y posterga algunos ajustes.

Con relación a los efectos que tendría ese enfoque de “ducha fría” sobre el capital tangible (PBO neto de deducciones), nuestras simulaciones indican que la mayoría de bancos se ubicaría por encima del 4.5% requerido para la solvencia básica y tan sólo una entidad quedaría por debajo de ese límite (ver gráfico 3). El sistema exhibiría un nivel del 8.1% en este indicador de PBO, ubicándose inclusive por encima del requerimiento de capital total exigido por Basilea III (8%).

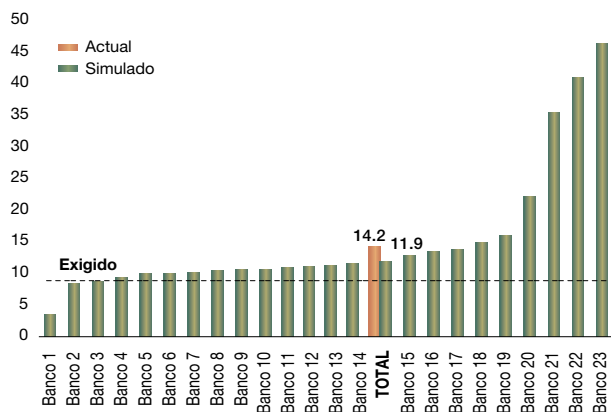
Ahora bien, algunos de los aspectos establecidos en el Decreto 1771 no coinciden exactamente con las recomendaciones de Basilea III. Por esta razón, vale la pena realizar otros ejercicios de sensibilidad respecto al escenario base (el del Decreto 1771), antes presentado. En particular, analizaremos el impacto sobre el indicador de solvencia que tendrían los ajustes relacionados con los activos intangibles, los pasivos pensionales y la deuda subordinada. A continuación, resumimos dichos temas:

Goodwill

Basilea III recomienda excluir los activos intangibles del capital bancario. El Decreto 1771, acertadamente, adopta esos lineamientos hacia el futuro, pues los activos intangibles (*goodwill*) registrados a partir de agosto de 2012 se tendrán que deducir del PBO. Esto implica que su impacto será marginal y no retroactivo. Al respecto, Fitch (2012) señala que esta disposición puede generar una diferenciación entre el cálculo del patrimonio de los bancos que han realizado adquisiciones con anterioridad a agosto de 2012 y aquellos que actualmente están adelantando procesos de esta índole.

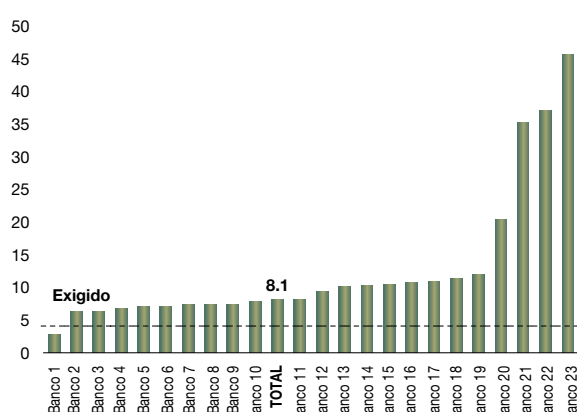
De haberse excluido todo el *goodwill* del Patrimonio Técnico, la relación de solvencia bancaria de Colombia se hubiera reducido en 3.2 puntos porcentuales, cayendo del 14.2% al 11% al cierre de 2011. Esto quiere decir que de haberse adoptado un enfoque “ducha fría” y retroactivo, el ajuste por *goodwill* habría implicado una disminución adicional en el índice de solvencia de 0.9 puntos porcentuales frente al escenario del Decreto 1771 (ver gráfico 4). Asimismo, esto hubiera generado problemas legales con aquellos bancos que adquirieron

Gráfico 2. Margen de solvencia bancario total simulado bajo escenario “ducha fría” (Decreto 1771 de 2012) - Cifras a diciembre de 2011



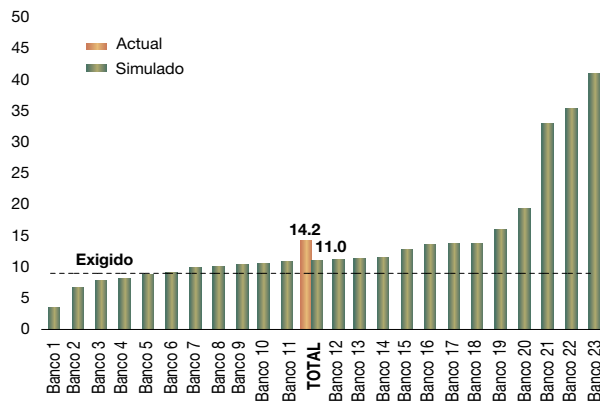
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 3. Margen de solvencia bancario básico simulado bajo escenario “ducha fría” (Decreto 1771 de 2012) - Cifras a diciembre de 2011



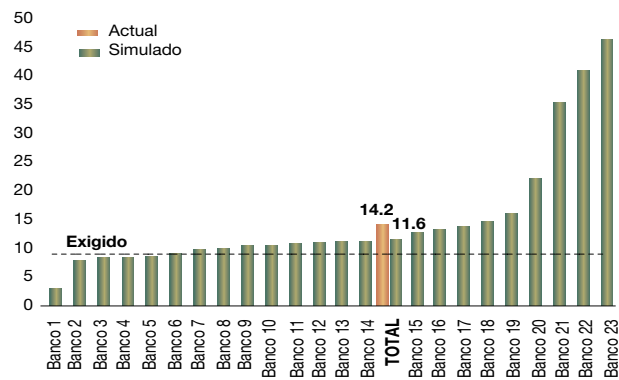
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 4. Margen de solvencia bancario total simulado bajo eliminación inmediata del goodwill - Cifras a diciembre de 2011



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 5. Margen de solvencia bancario total simulado bajo eliminación del cálculo actuarial del pasivo pensional - Cifras a diciembre de 2011



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

otros establecimientos de crédito como resultado de los procesos de salvataje de la crisis de finales de los años noventa. En dichos procesos, se “premió” a los compradores permitiendo la contabilización del *goodwill* de las entidades adquiridas, a cambio de asumir considerables costos por estas operaciones.

Pasivos pensionales

Basilea III recomienda excluir el monto de los fondos de pensiones del patrimonio. En línea con ello, pero de manera parcial, el Decreto 1771 establece que el monto por cubrir (valor no amortizado) de dichas pensiones debe ser deducido del PBO. En tal sentido, un escenario más ácido requeriría excluir el cálculo actuarial del pasivo pensional, es decir, tanto las pensiones financiadas como aquellas que están pendientes de fondear.

El gráfico 5 ilustra cómo el impacto de esta deducción sería reducir el índice de solvencia en 2.6 puntos porcentuales, dejándolo en un 11.6% frente a los niveles observados en diciembre de 2011. Así, respecto del escenario del Decreto 1771, esta depuración equivaldría a una reducción de 30 puntos básicos sobre la relación de solvencia, pasando del 11.9% al 11.6%.

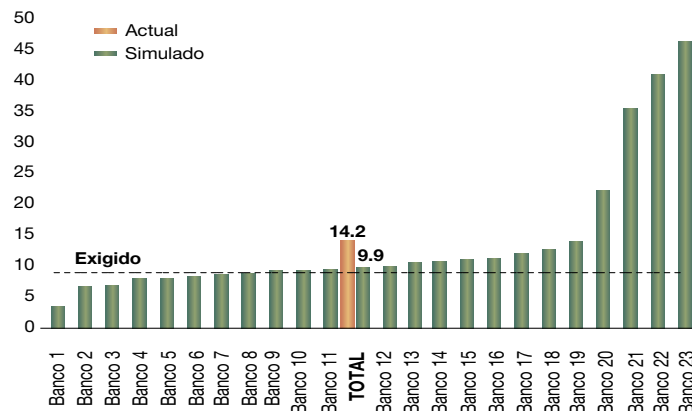
Deuda subordinada

Basilea III contempla la deuda subordinada como parte del capital bancario. Sin embargo, Fitch (2012) destaca que estos instrumentos en Colombia no cumplen, a veces, con los requerimientos para ser considerados como capital, debido a que no constituyen una reserva efectiva ante eventos inesperados. Por su parte, el Decreto 1771 toma una posición menos extrema y permite incluir dichos instrumentos en el Patrimonio Adicional (nivel II). En este sentido, cabe evaluar qué

pasaría si se adoptara un escenario más ácido al suponer su exclusión del capital total.

Si se acogiera la recomendación de Fitch, en “ducha fría”, y se excluyeran de un tajo dichas obligaciones del patrimonio, nuestras simulaciones indican que la relación de solvencia se reduciría en 4.3 puntos porcentuales frente a los niveles de diciembre de 2011, pasando del 14.2% al 9.9%. Este ajuste implicaría entonces una disminución de 2 puntos porcentuales respecto al Decreto 1771 (del 11.9% al 9.9%), ver gráfico 6.

Gráfico 6. Margen de solvencia bancario total simulado bajo exclusión de la deuda subordinada - Cifras a diciembre de 2011



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Efecto combinado de limpieza por goodwill, pasivos pensionales y deuda subordinada

Si se acogieran en su conjunto las disposiciones de Basilea III de depurar el capital bancario colombiano en sus conceptos de *goodwill* y pasivos pensionales, así como las recomendaciones de Fitch relacionadas con la exclusión de la deuda subordinada del patrimonio, se observa que el índice de solvencia se estaría reduciendo de forma significativa al descender 5.5 puntos porcentuales, pasando del 14.2% al 8.7%. Esto implicaría un ajuste adicional de 3.2 puntos porcentuales frente al escenario del Decreto 1771 (ver gráfico 7).

Como se puede observar, dicho enfoque de “ducha fría”, ajustando simul-

táneamente por estos tres conceptos, es bastante exigente para el sistema financiero colombiano y, de hecho, lo llevaría en su conjunto por debajo del 9% de solvencia mínima actual. Ello implicaría tener que inyectar capital fresco por el equivalente a \$3.5 billones (0.56% del PIB) para que las entidades cuya solvencia se reduce por debajo del 9%, producto de dicho efecto combinado, vuelvan a ese nivel. En este sentido, es evidente la bondad del enfoque gradual acogido por el gobierno a la hora de pensar en estos otros ajustes regulatorios, en momentos en que el mundo financiero global enfrenta tensiones evidentes. En particular, el gobierno adoptó un esquema gradual en lo relativo al componente de *goodwill* y de acoplamiento parcial respecto a los pasivos pensionales, buscando el

objetivo final de acoger los criterios de Basilea III, pero sin generar traumatismos al sistema bancario de Colombia.

Conclusiones

En este estudio hemos analizado, para el caso de Colombia, la sensibilidad financiera resultante de aplicar los lineamientos del Decreto 1771 de 2012 sobre la implementación de los criterios de Basilea III referidos a la relación de solvencia bancaria. La principal conclusión es que dicho indicador disminuiría, pasando del 14.2% observado a diciembre de 2011 a cerca de un 11.9%, bajo una hipotética aplicación inmediata de estos lineamientos. Este resultado se explica por depuraciones relacionadas principalmente con los rubros de impuestos diferidos netos y pasivos pensionales, entre otros, suponiendo que los bancos no recomponen su capital para cumplir con ese nuevo marco regulatorio. Adicionalmente, la mayoría de entidades aprobaría el examen de solvencia básica, cuyo límite quedó establecido en el 4.5% de los APRs.

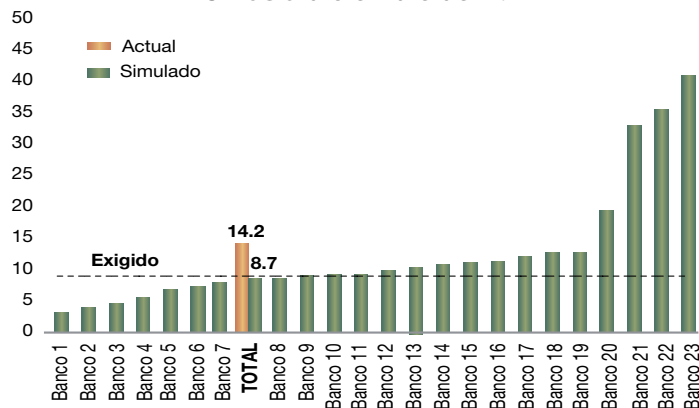
En este documento también realizamos una serie de análisis de sensibilidad del índice de solvencia ante diferentes escenarios de depuración de la calidad del capital.

Un primer ejercicio consistió en imaginarse la aplicación de un tratamiento de “ducha fría” referido al llamado *goodwill*. De haberse excluido todo el *goodwill* del Patrimonio Técnico, la relación de solvencia bancaria se hubiera reducido en 3.2 puntos porcentuales, cayendo del 14.2% al 11% al cierre de 2011, acarreando una disminución adicional de 0.9 puntos porcentuales frente al escenario del Decreto 1771.

Un segundo ejercicio se refirió a la exclusión de los fondos de pensiones del patrimonio. En este caso se encontró que el índice de solvencia se

“ En particular, el gobierno adoptó un esquema gradual en lo relativo al componente de goodwill y de acoplamiento parcial respecto a los pasivos pensionales, buscando el objetivo final de acoger los criterios de Basilea III, pero sin generar traumatismos al sistema bancario de Colombia. ”

Gráfico 7. Margen de solvencia bancario total simulado bajo exclusión inmediata de goodwill, ajustes por cálculo actuarial pensional y deuda subordinada - Cifras a diciembre de 2011



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

reduciría en 2.6 puntos porcentuales, dejándolo en un 11.6% frente a los niveles observados en diciembre de 2011, lo cual implica una reducción de 30 puntos básicos con respecto al escenario del Decreto 1771, del 11.9% al 11.6%.

Un último ejercicio comprendió ajustes relacionados con la deuda subordinada, donde el Decreto 1771 permite incluirla en el Patrimonio Adicional (nivel II). En este caso encontramos que si se acogiera la recomendación de Fitch, en “ducha fría”, y se excluyeran de un tajo dichas obligaciones del patrimonio, la relación de solvencia se reduciría en 4.3 puntos porcentuales frente a los niveles de diciembre de 2011, pasando del 14.2% al 9.9%, con una disminución de 2 puntos porcentuales respecto al Decreto 1771 (del 11.9% al 9.9%).

En síntesis, ajustes simultáneos e inmediatos en los conceptos de *goodwill*, pasivo pensional y deuda subordinada resultarían muy exigentes para el sistema financiero colombiano y, de hecho, lo llevarían en su conjunto por debajo del 9% de solvencia mínima actual. Ello implicaría tener que inyectar capital fresco por el equivalente a \$3.5 billones (0.56% del PIB) para que las entidades cuya solvencia se reduce por debajo del 9%, producto de dicho efecto combinado, vuelvan a ese nivel.

En este sentido, es evidente la bondad del enfoque acogido por el gobierno a la hora de pensar en estos ajustes regulatorios, en momentos en que el mundo financiero global enfrenta tensiones evidentes. En particular, el gobierno adoptó un esquema gradual en lo relativo al componente de *goodwill* y de acoplamiento parcial respecto a los pasivos pensionales, buscando el objetivo final de acoger los criterios de Basilea III, pero sin generar traumatismos al sistema bancario de Colombia.

Es indispensable que dicho enfoque permita limpiar el capital para que los analistas de mercado y las calificadoras de riesgo entiendan que todavía restan esfuerzos importantes para que el sistema financiero colombiano logre niveles de solvencia robustos, aun bajo situaciones de

tensión financiera global. Esto es particularmente importante en una coyuntura como la actual, en la cual buena parte de los activos del sector bancario colombiano cotiza en el mercado de valores de Estados Unidos a través de ADRs (*American Depositary Receipt*). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2012a), “Crisis financieras, limpieza de balances y burbujas hipotecarias: una mirada global”, *Informe Semanal* No. 1132 de julio.
- Anif (2012b), “Avances en el Marco Regulatorio Financiero de Colombia”, *Informe Semanal* No. 1134 de agosto.
- Asobancaria (2010), *Basilea III y los impactos preliminares en México*, en: <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/962048.PDF>.
- Asobancaria (2011), *Comentarios acerca de la modificación de la relación de solvencia para los establecimientos de crédito*, 2011.
- Asobancaria (2012), “Una nueva relación de solvencia para la banca colombiana”, *Semana Económica*, edición No. 867, septiembre.
- Bank of International Settlements (2010a), “Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements”, *Macroeconomic Assessment Group Interim Report*, August.
- Bank of International Settlements (2010b), “Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards”, *Press Release*, September.
- Bank of International Settlements (2011), “Basel III: Long-term Impact on Economic Performance and Fluctuations”, *BIS Working Papers*, February.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), “Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems”, Bank of International Settlements, December. Revisión realizada en junio de 2011.
- Clavijo S., C.I. Rojas y A. González (2010), “La crisis financiera internacional: El tránsito hacia Basilea III”, en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/BasileaIII.pdf>.
- Clavijo S., C.I. Rojas, M. Castro y D. Stopher (2008), “Adaptación e implementación del Nuevo Acuerdo de Basilea en Colombia”, revista *Carta Financiera* No. 144 de Oct-Dic.
- Fitch Ratings (2012), *Colombia se acerca regulatoriamente más a Basilea III, pero hay más por hacer*, septiembre.
- Galindo A., L. Rojas-Suárez y M. Del Valle (2011), “Capital Requirements under Basel III in Latin America: The Cases of Bolivia, Colombia, Ecuador and Peru”, Policy Brief No. IDB-PB-137, December.
- Institute of International Finance (2010), “Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework”, *Interim Report*.
- Institute of International Finance (2011), “The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework”, *Current Report*.
- McKinsey Global Institute (2010), *Basel III and European Banking: Its Impact, How Banks Might Respond, and the Challenges of Implementation*, November.
- Valor Económico (2012), “Edital de Basilea 3 trouxe novidades positivas, avalia Febraban”, en: <http://www.valor.com.br/financas/2539332/edital-de-basilea-3-trouxe-novidades-positivas-avalia-febraban#ixzz273AQLHs5>

Impactos regulatorios sobre el **mercado de capitales:** **la Hoja de Ruta**

César Prado *

El pasado 16 de agosto se llevó a cabo un foro auspiciado por Anif, el Banco Mundial y la Bolsa de Valores de Colombia, para discutir acerca del mercado de capitales en el país, regulación, profesionalización y globalización. Me correspondió actuar como participante en el panel denominado “Impactos regulatorios sobre el mercado de capitales” y por medio del presente artículo pretendo efectuar una síntesis de dicha presentación.



Hoja de Ruta del mercado de capitales

Desde la conformación de la famosa Misión del Mercado de Capitales de la Administración Samper, los sucesivos gobiernos, con distintos énfasis, han tratado de diseñar e implementar una agenda de política pública para el desarrollo del mercado de capitales en el país.

A comienzos de la actual administración, y bajo el liderazgo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se lanzó una nueva “Hoja de Ruta”, la cual serviría de guía para el trabajo de promoción y desarrollo del mercado de capitales en el cuatrienio.

Dicha Hoja de Ruta fue ambiciosa e integral, pues pretendía abarcar, si no todos, por lo menos la gran mayoría de temas que han sido objeto de discusión entre las autoridades y la industria en los últimos años.

En efecto, se planteó un programa articulado sobre la base de cinco grandes objetivos, así:

- a) Mercado de valores incluyente.
- b) Adecuadas regulación y supervisión.
- c) Procesos eficientes y competitivos en las áreas de negociación, intermediación, custodia y pagos.
- d) Apertura e integración con otros mercados a nivel regional y mundial.
- e) Sistema de promoción especializado, nuevos mercados y apoyo a nivel impositivo.

A cada objetivo se asignó una lista preliminar de iniciativas concretas a ser desarrolladas. Para el efecto, se crearon desde entonces grupos de trabajo para los distintos frentes de

* Presidente Fiduciaria Bogotá
E-mail: cprado@fidubogota.com

actividades, con integrantes de las autoridades públicas involucradas, industria, gremios, autorregulador del mercado, firmas de abogados, firmas de auditoría, entre otros.

El presente artículo, al igual que la presentación efectuada en el foro, no pretende realizar en modo alguno un análisis del contenido de la Hoja de Ruta. Se trata simplemente de poner de presente sus objetivos como hilo conductor, y de hacer una referencia muy sucinta a las principales actividades y frentes de trabajo identificados, con el único propósito de no perder de vista el carácter integral y ambicioso de lo que se planteó.

Mercado de valores incluyente

Desde el punto de vista de la oferta, se propusieron actividades respecto de los siguientes temas:

En primer lugar, la creación de un segmento de mercado regulado en forma más flexible dirigido a especialistas, de manera semejante a como ocurre en muchos otros mercados. Si bien existe en Colombia desde hace muchos años el denominado “segundo” mercado, dirigido exclusivamente a inversionistas calificados, por oposición al mercado “principal” orientado al público en general (artículos 5.2.3.1.1. a 5.2.3.1.21. del Decreto 2555 de 2010), se considera que dicho régimen en la práctica no ha facilitado la entrada de nuevos emisores.

A partir del reconocimiento de que los estándares de protección de inversionistas profesionales no tienen por qué ser los mismos previstos para los inversionistas no calificados, la idea entonces es que el marco normativo y de supervisión pueda evolucionar hacia un esquema de simple registro – más no de autorización – de las ofertas, menores requerimientos de revelación de información exigidos normativamente, dejando al mercado definir contractualmente los niveles de

información que los inversionistas y emisores consideren adecuados; determinación de volúmenes mínimos de negociación, entre otros. Naturalmente, un esquema de esta naturaleza requiere de contrapesos adecuados de profesionalismo en cabeza de los inversionistas, particularmente de aquellos que administran recursos de terceros y, al mismo tiempo, de un esquema de responsabilidades fuerte en cabeza de los demás participantes del proceso, como estructuradores, distribuidores o abogados.

En segundo lugar, se reconoció que era necesaria la revisión a profundidad de los modelos de desarrollo de infraestructura, para hacer atractiva la canalización de recursos del mercado de capitales a la financiación de aquella. Los inversionistas institucionales han manifestado

pendiente decreto reglamentario. Está por verse si los incentivos introducidos para los particulares resultan, en la práctica, lo suficientemente atractivos. De la misma manera, la Agencia Nacional de Infraestructura – ANI ha venido anunciando la estructuración de bonos de infraestructura como instrumentos estandarizados, con el propósito de que exista en el país un nuevo *asset class*, bien diseñado, que permita finalmente la financiación de las obras que el país requiere por parte del mercado de capitales bajo el marco de las llamadas concesiones de “cuarta generación”.

En tercer lugar, se definió que era importante revisar el marco normativo vigente sobre la titularización de activos, expedido en la primera mitad de la década de los años noventa,

“ La idea es que el marco normativo y de supervisión pueda evolucionar hacia un esquema de simple registro de las ofertas, dejando al mercado definir contractualmente los niveles de información que los inversionistas y emisores consideren adecuados. ”

desconfianza frente a múltiples proyectos, por factores como problemas en la formulación de los pliegos de condiciones, una inadecuada asignación de riesgos en particular durante la fase de construcción, grandes incertidumbres jurídicas, deficiencias en los mecanismos de solución de controversias, entre otros. El desarrollo de este mercado es fundamental para asegurar el éxito de la locomotora de la infraestructura, dado el volumen inmenso de recursos financieros que demandarán las obras en los próximos años.

Sobre este tema, es de resaltar la expedición en enero de este año de la Ley 1508, por la cual se estableció el régimen jurídico de las Asociaciones Público Privadas (APPs), y su corres-

para facilitar la introducción de nuevos activos subyacentes, que se han venido masificando en el país en los últimos años, como crédito originado por entidades no reguladas, libranzas, microcréditos, facturas, entre otros. Finalmente, también se identificó que era conveniente revisar la política de manejo de la deuda pública, para asegurar que se fortaleciera la curva de rendimientos. En efecto, el énfasis en la financiación del déficit del Gobierno Central ha podido generar un relativo desinterés en la formación y mantenimiento de todas las referencias a lo largo de la curva, particularmente en el tramo corto, lo que resulta indispensable para el desarrollo del mercado monetario y de derivados.

“La ANI ha venido anunciando la estructuración de bonos de infraestructura como instrumentos estandarizados, con el propósito de que exista en el país un nuevo asset class que permita finalmente la financiación de las obras que el país requiere.”



Ahora bien, desde el punto de vista de la demanda, la Hoja de Ruta incluyó los siguientes temas:

De un lado, la revisión de la estructura institucional y regulatoria de los fondos de inversión colectiva, al reconocerse que posiblemente no exista un mejor vehículo para acercar al ciudadano del común a la inversión en el mercado de capitales; y de otro lado, la conveniencia de revisar el régimen de inversiones de los fondos privados de pensiones, por tratarse del inversionista institucional principal con vocación de inversión estructural a largo plazo, dadas las edades de la mayoría de afiliados.

Sobre el primer aspecto, el Gobierno Nacional ha trabajado intensamente

en revisar el marco normativo de los fondos de inversión colectiva y se espera que antes de finalizar el presente año se expida el decreto que modifique el régimen vigente, dando claridad a la tipología de fondos, flexibilizando el modelo de licenciamiento o autorización, segmentando la cadena de valor entre las actividades de administración, gestión, distribución y custodia, entre otros aspectos que contribuirán de forma positiva al desarrollo de la industria. Más recientemente, con ocasión del proyecto de ley de reforma tributaria, se pretende estimular el vehículo por la vía de establecer que la retención en la fuente sobre rendimientos sólo se practicará al momento de la redención de las participaciones y extenderle a los adherentes a los fondos de inversión colectiva los beneficios fiscales de los afiliados a los fondos de pensión voluntaria.

Con relación al segundo aspecto –fortalecimiento del ahorro pensional–, si bien se reconoció el notable avance que había implicado la introducción en el país del modelo de multifondos en pensión obligatoria, en todo

caso se advirtió que se debían tener presentes algunos aspectos susceptibles de mejora o flexibilización en el régimen de inversiones, para que existiera la contrapartida adecuada con las reformas que se proponen del lado de la oferta. De igual manera, y bajo una perspectiva de más mediano plazo, se señaló que convenía ir perfilando las modificaciones futuras de algunas de las piezas más importantes del régimen, como es el caso del modelo de rentabilidad mínima. Estas eventuales reformas deberían ir acompañadas de un incremento de los actuales estándares de gestión de riesgo, gobierno corporativo y profesionalismo de la industria de fondos de pensiones.

Adecuadas regulación y supervisión

Con relación a este segundo objetivo, se plantearon desde la Hoja de Ruta los siguientes desafíos:

La necesidad imperiosa de fortalecer institucionalmente al regulador del mercado, actualmente en cabeza de la Dirección de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Sobre este particular, y en ejercicio de las facultades extraordinarias concedidas por la Ley 1444 de 2011 para modificar la estructura de la administración pública, el Gobierno Nacional creó la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera – URF, por medio del Decreto 4172 de 2011. Se espera que dicha Unidad sea implementada en el transcurso del próximo año y, en la medida en que se la dote del personal y recursos adecuados, el país podrá dar un salto cualitativo de enorme trascendencia para el sector financiero y el mercado de valores, pues corresponderá a esta nueva entidad el desarrollo técnico de la agenda propuesta en la Hoja de Ruta y las futuras reformas que marcarán la senda del sector en los años venideros. Asimismo, se espera que el proceso regulatorio mejore sustancialmente, no sólo en tiempos y contenidos, sino también en las metodologías de construcción de las normas, la participación de la industria y el público en general, la realización de análisis fundados de costo-beneficio de las distintas iniciativas, etc.

Adicionalmente, se ha reconocido que cerca de siete años después de la creación de la Superintendencia Financiera, y a pesar de los muy importantes avances en la implementación de un modelo de supervisión basado en riesgos, su peculiar estructura ha generado dificultades de coordinación entre áreas y falta de agilidad en múltiples trámites, modelo que es susceptible de mejoras, las cuales están siendo analizadas

por el Gobierno Nacional y la propia Superintendencia, sin que se conozca hasta la fecha ninguna propuesta en tal sentido. Igualmente, el fortalecimiento de la independencia del supervisor, por la vía de establecer un período fijo al Superintendente, por ejemplo, es una importantísima tarea aún pendiente.

Procesos eficientes y competitivos en las áreas de negociación, intermediación, custodia y pagos

En este frente se reconoce que si bien Colombia ha hecho importantes esfuerzos en la construcción de la infraestructura de mercado, se planteó efectuar una revisión integral del modelo institucional que el país tiene, toda vez que existen múltiples proveedores que realizan actividades de compensación y liquidación de valores, y de depósito. Aunque la diversidad de proveedores puede ser deseable en términos de competencia, en ciertas actividades la concentración puede generar economías de escala y, además, estandarización de procesos, tecnología, comunicaciones, etc., lo que permitiría generar importantes eficiencias. Así las cosas, la Hoja de Ruta planteó la revisión integral de la infraestructura de mercado para asegurar la competitividad del sistema a nivel regional e internacional.

Adicionalmente, se propuso la necesidad de generar mejoras en los sistemas actuales de valoración. Sobre el particular, las autoridades han avanzado en la regulación y puesta en marcha de un nuevo sistema de proveedores de precio. En efecto, el gobierno expidió el Decreto 985 de 2010, actualmente contenido en los artículos 2.16.1.1.1. a 2.16.1.3.1. del Decreto 2555 de 2010; a su turno, la Superintendencia Financiera ha emitido las instrucciones

pertinentes, y el nuevo modelo debe entrar a operar a partir de diciembre de 2012.

Finalmente, en este acápite también se incluyó un grupo de actividades de variada índole enfocadas en el fortalecimiento de los intermediarios de valores, en aspectos tales como los requerimientos patrimoniales, la gestión de riesgos, la tecnología, los procesos, la profesionalización de los funcionarios, las redes de distribución, entre otros.

Apertura e integración con otros mercados a nivel regional y mundial

Reconociendo el proceso posiblemente irreversible de globalización de los mercados, la Hoja de Ruta planteó la revisión de los aspectos críticos que pueden afectar la internacionalización de nuestro mercado de capitales.

Para el efecto, se identificaron diversas actividades, dentro de las que vale la pena resaltar la modernización del régimen de inversión extranjera de portafolio. En este sentido, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 4800 de 2010, mediante el cual se modificó el régimen de inversiones internacionales contenido en el Decreto 2080 de 2000. Si bien la medida

tendió a la flexibilización del marco normativo de la inversión extranjera de portafolio, su impacto se ha visto afectado por incertidumbres de tipo tributario y cambiario, que no han podido resolverse satisfactoriamente hasta la fecha. El proyecto de ley de reforma tributaria pretende armonizar estas reglas con un claro y adecuado tratamiento impositivo, al modificar el Artículo 18-1 del Estatuto Tributario. Igualmente, se concibió como necesario facilitar el ofrecimiento de productos y servicios de intermediación del exterior, incluyendo la revisión del actual régimen de corresponsabilidad internacional o el uso de plataformas externas para residentes colombianos.

De la misma forma, se definió como estratégico complementar los ajustes necesarios para lograr la plena integración de las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile, en aspectos cambiarios, tributarios, de supervisión, entre otros, para lograr en el futuro que el Mercado Integral Latinoamericano – MILA se convierta en un mercado verdaderamente integrado y profundo y en un referente regional e internacional.

Sistema de promoción especializado, nuevos mercados y apoyo a nivel impositivo

Se ha discutido por años en Colombia cuál debería ser el modelo de promoción del mercado de capitales colombiano, pues aunque existen múltiples iniciativas públicas y privadas, ellas carecen de la articulación y alcance necesarios.

Algunos países de la región como Brasil han implementado exitosamente políticas de forma consistente y con visión de largo plazo para posicionar sus mercados a nivel internacional. Colombia está en la mira de los inversionistas internacionales;



como se dice coloquialmente, el país está de moda. Desde ese punto de vista, se cuenta con una oportunidad histórica para fortalecer nuestro mercado de capitales y lograr, estructuralmente, que se convierta en una fuente estable de financiación de las necesidades empresariales y del país en general. La Hoja de Ruta plantea, entonces, la necesidad imperiosa de trabajar en este frente para definir e implementar el modelo de promoción deseable para el país, incluyendo la posibilidad de crear una entidad de tipo público o mixto con un mandato explícito y claro en tal sentido. De la misma manera, revisar todas las iniciativas actualmente en curso (por ejemplo, Colombia Capital, programas de educación financiera, etc.) para asegurar su coherencia y articulación.

De otro lado, dentro de este acápite de la Hoja de Ruta también se contempló la posibilidad de establecer mercados accionarios alternativos, con el objetivo de facilitar la entrada de empresas de menor tamaño o relativa juventud, de manera semejante a como ocurre exitosamente en algunos países del mundo que han logrado desarrollar estos segmentos especiales.

Finalmente, también se contempló la conveniencia de analizar las cargas e incentivos fiscales que pueden obstaculizar o contribuir al desarrollo del mercado. El proyecto de reforma tributaria, presentado con posterioridad a la realización del foro, toca algunos aspectos de enorme importancia, como el régimen de la enajenación de acciones inscritas en bolsa (Artículo 36-1 del Estatuto Tributario), cuyo impacto deberá analizarse con gran cuidado en el curso del proceso legislativo.

Iniciativas complementarias

Finalmente, la Hoja de Ruta también incluyó múltiples iniciativas complementarias de muy variada naturaleza que, aunque no corresponden pro-

piamente a aspectos del mercado de valores, tienen un enorme impacto en su funcionamiento.

Así por ejemplo, se planteó la necesidad de avanzar en la implementación de la Ley 1314 de 2009 para adoptar en el país las normas internacionales de información financiera – NIIF; en este sentido, en julio de este año el Consejo Técnico de la Contaduría Pública emitió un documento de Direccionamiento Estratégico para la aplicación de las NIIF y recientemente el Gobierno Nacional modificó los cronogramas correspondientes, teniendo la meta de empezar en 2014 con el primer ejercicio contable bajo

dificó recientemente su estructura para crear una nueva Delegatura a cargo del ejercicio de estas funciones.

Conclusiones

La Hoja de Ruta propuesta por la administración del presidente Santos contiene una agenda estratégica, coherente y completa, la cual constituye, como su nombre lo indica, un buen camino para que el país desarrolle su mercado de capitales.

Dada la magnitud y el número de las iniciativas y reformas regulatorias propuestas, se requirió que se fijaran prioridades y fases. No obstante, si

“ La Hoja de Ruta propuesta por la administración del presidente Santos contiene una agenda estratégica, coherente y completa, la cual constituye, como su nombre lo indica, un buen camino para que el país desarrolle su mercado de capitales. ”

estándares internacionales para el Grupo 1 de entidades, el cual comprende instituciones financieras y emisores de valores.

Igualmente, se propuso que debería trabajarse el fortalecimiento de los mecanismos de solución de controversias, incluyendo la posibilidad de crear una jurisdicción especializada. Mediante la Ley 1480 de 2011, por medio de la cual se expidió el Estatuto del Consumidor, se asignaron facultades jurisdiccionales a la Superintendencia Financiera, para dirimir con carácter vinculante conflictos entre los consumidores financieros y las entidades vigiladas, relacionadas con la ejecución y el cumplimiento de las obligaciones contractuales que asuman con ocasión de la actividad financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra que tenga que ver con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público. Para el efecto, el ente de control mo-

bien hay avances en múltiples frentes, es claro que, habiendo transcurrido más de dos años desde el lanzamiento de la Hoja de Ruta, los progresos distan considerablemente de lo que se esperaba a la fecha.

Por ello, es crucial no perder la visión integral de la agenda y coadyuvar para que las autoridades la implementen en plazos razonables. En este sentido, la pérdida de *momentum* puede comprometer la credibilidad en las reformas, y afectar el interés y el apoyo político y de industria.

Esperamos que en el tiempo que le queda al Gobierno, los cambios naturales que se producen en la agenda de la política pública no terminen por afectar los avances de un plan bien diseñado que, no dudamos, de llegar a ser implementado, contribuiría de manera muy potente al desarrollo de nuestro país y a incrementar significativamente el bienestar de todos los colombianos. 

Impactos regulatorios sobre el **mercado de capitales:** **la visión de un comisionista de Bolsa**

Diego Jiménez *



Algunas consideraciones sobre el binomio que existe entre la regulación y el mercado de capitales

En general, es claro que todos coincidimos en que la relación existente entre la regulación y el mercado de capitales es un binomio. No obstante, uno de los problemas que surgen de éste, es que no resulta fácil identificar cuál de las dos partes debe actuar como “jinete” y

cuál como “caballo”, comparación que si bien puede resultar simpática, explica las dificultades que surgen para identificar el rol que deben jugar los agentes del mercado de capitales y los entes reguladores bajo distintos escenarios.

En términos generales, la regulación debe propender por la búsqueda de fines superiores, justicia social, inclusión financiera, entre otros, así como definir el perímetro de actuación de todos los intervinientes en el mercado bajo lo que se podría denominar un enfoque de regulación ‘proactiva’.

Asimismo, es también deber de la regulación corregir fallas por ineficiencia y arbitrajes inadecuados del mercado, al mismo tiempo que debe generar un marco de “Riesgo” apropiado para el desarrollo del mercado, bajo un esquema de regulación ‘reactiva’. En este sentido, en años recientes la regulación ha tenido una naturaleza reactiva en momentos en los cuales se han presentado crisis o escándalos. Ejemplo de ello a nivel internacional son los escándalos corporativos de compañías como Enron y Worldcom, los

* Presidente Ejecutivo de Correval.
E-mail: djimenez@correval.com

cuales derivaron en la expedición del *Sarbanes Oxley Act (2002)*, también conocida como la Ley de Responsabilidad y Revisión de Cuentas, así como en normas en materia de Gobierno Corporativo. En la misma dirección, la reciente crisis subprime derivó en el *Dodd Frank Act (2010)* —el cual busca prevenir otra crisis financiera al crear nuevos procesos regulatorios que promueven la transparencia al tiempo que implementa normas para la protección del consumidor— y en Basilea III, para incrementar los requerimientos de capital.

En Colombia, entre los casos que han implicado una respuesta de la regulación con una naturaleza reactiva se encuentran las pirámides y las crisis afrontadas por firmas comisionistas de Bolsa, experiencias que llevaron a la expedición de decretos facultativos dirigidos a regular la captación masiva de recursos, la intervención de sociedades comisionistas y la modificación de la regulación en términos de los fondos de inversión (carteras colectivas).

Teniendo en cuenta lo anterior, la reflexión es que existe una clara tendencia, derivada de una regulación reactiva, a la sobreregulación, la cual a su vez incrementa significativamente la probabilidad de una falla o vacío regulatorio, escenario que evidentemente no es deseable para el mercado ni para sus participantes. A título de ejemplo, en el contexto local se encuentra la normatividad en materia del producto de cuentas de margen, la cual busca regular el apalancamiento de los inversionistas y actores del mercado, normatividad que a nuestro juicio implica una sobreregulación que, al final, genera más cuestionamientos que beneficios, considerando particularmente que en la creación de una institución jurídica para tal fin existen elementos no comprensibles, como el hecho de que una transacción realizada sobre títulos del gobierno se denomine como una operación de cuenta de margen,

pero una realizada bajo las mismas condiciones, estructura financiera y con la misma finalidad sobre otro tipo de títulos (p.e. de deuda corporativa) pueda dar como resultado traspasar la línea de una clase de operación que no está permitida. En general, esta sobreregulación conlleva fallas y evita el desarrollo completo y eficiente de los mercados de capitales.

Dos grandes retos conceptuales en términos regulatorios

La armonización regulatoria

En general, el aspecto de armonización regulatoria es un punto clave para el adecuado desarrollo del mercado. Si bien en el ejercicio de la modificación y expedición de normas se ha tenido en cuenta este concepto, probablemente no se le ha dado toda la importancia que merece y, en este orden de ideas, consideramos que no es suficiente lo que se ha hecho.

De acuerdo con lo anterior, entre otras cosas, la armonización de la regulación debe facilitar la participación de inversionistas con presencia regional. Así por ejemplo, actualmente para un inversionista extranjero resulta diferente ingresar al mercado colombiano a través de, por ejemplo, Estados Unidos o Chile, obteniendo como resultado la generación de enormes ineficiencias, principalmente a nivel cambiario más que tributario, por lo que se debe buscar que las normas se armonicen y así lograr el cometido de la regulación.

De otro lado, la armonización regulatoria debe establecer mecanismos eficientes para la oferta y la prestación transfronteriza de servicios para los agentes del mercado. En este sentido, actualmente nos encontramos con grandes diferencias cuando ofrecemos nuestros servicios a inversionistas extranjeros, lo que implica claras barreras de entrada para los mismos,

dadas las asimetrías existentes, por ejemplo entre países como Chile, Perú y Colombia, particularmente en materia cambiaria.

Trasplante regulatorio – Copy Paste

En cuanto a este aspecto, cabe hacer referencia, a manera de ejemplo, a la normatividad que fue expedida con relación al contralor normativo que aplica para las sociedades comisionistas de Bolsa y para los administradores de carteras colectivas, la cual corresponde a un “*copy paste*” regulatorio y se constituye en una aberración sobre la cual el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) se ha pronunciado formalmente.

Actualmente, ningún funcionario público ni el autorregulador mismo del mercado se atreve a aplicar la norma correspondiente al contralor normativo en cuanto corresponde a una figura absurda (aunque fuera creada con la mejor intención) y su aplicación crea una incertidumbre jurídica relevante y, por lo tanto, unos costos significativos, que evidentemente nunca fueron medidos. De acuerdo con la norma, tal figura correspondería a la de una especie de ‘gran’ auditor y/o ‘gran’ contralor cuyas funciones no están claramente definidas, pero que si se aplicaran conforme a la regulación, conllevarían virtualmente al cierre de las comisionistas y administradoras de carteras.

Este hecho es de tal dimensión que deja en evidencia las graves fallas que se pueden generar por un trasplante regulatorio desde el exterior que no tuvo en consideración toda la estructura que ya estaba vigente en materia de estándares y buenas prácticas a nivel local, tal como las figuras de contralor, auditor interno, auditor externo, junta directiva, gerentes, presidentes, representantes legales, etc.

Así, nosotros invitamos muy respetuosamente a las autoridades a revisar este tema y a tomar inmediatamente

las medidas y realizar los ajustes del caso, dado que se acumulan más de dos años con un relativo acuerdo entre los agentes del mercado y el autorregulador en cuanto a que esta figura no funciona, pero aún no hemos sido capaces de avanzar en el tema. Teniendo en cuenta el caso anterior, el aspecto más importante que debe ser tenido en cuenta a la hora de considerar la adopción de regulación extranjera para el mercado local es la evaluación costo-beneficio. En este sentido, consideramos que los diferentes agentes del mercado solemos estar de acuerdo con los beneficios que trae consigo la expedición o modificación de la normatividad, pero ha faltado, sin duda alguna, un análisis más profundo de los potenciales costos asociados a la misma.

Casos para considerar

Reforma a las carteras colectivas

La expedición de la obligación del custodio independiente, la cual se está dando prácticamente por descontada, se constituye precisamente en un buen ejemplo de un tema sensible que requiere de una adecuada evaluación costo-beneficio.

Actualmente, nos encontramos ante un mercado con costos de infraestructura, a saber, costos de regulación, costos de transacción, costos de custodia y depósito de valores, que corresponden a una estructura del mercado que ya no se encuentra vigente actualmente, particularmente en lo que se refiere a los márgenes de negociación. En este sentido, hace diez o doce años, se tenía previsto que, de acuerdo con un volumen transado, se fijaban unos determinados márgenes (utilidad); con el transcurrir del tiempo, los márgenes se han reducido significativamente (en negocios como divisas, renta fija y renta variable las reducciones alcanzan incluso el 90%), con lo cual, si bien resulta completamente favora-

ble para el mercado en general y los inversionistas en particular, en cuanto a tarifas y costos, éstos permanecen atados a volumen, por lo que bajo este escenario no aplica el dicho que reza que “nos vamos a defender con el volumen”.

Así, en la medida en que la relación entre costos y volumen no permite contrarrestar los efectos de los menores márgenes con el volumen, a lo que se sumaría un costo adicional proveniente de la obligación del custodio independiente –el cual resulta considerablemente alto–, estimamos que resulta un gran error expedir tal normatividad en cuanto agrava aún más la delicada situación que ac-

“ Es también deber de la regulación corregir fallas por ineficiencia y arbitrajes inadecuados del mercado, al mismo tiempo que debe generar un marco de “Riesgo” apropiado para el desarrollo del mercado, bajo un esquema de regulación ‘reactiva’. ”

tualmente enfrentan los agentes del mercado, por lo que invitamos a las autoridades correspondientes (BVC, Deceval, Superintendencia Financiera, Banco de la República, entre otros) a revisar este tema que puede tender a debilitar la solidez financiera de las entidades.

Inversión extranjera de portafolio

En los proyectos de Decreto sobre Inversión Extranjera de Portafolio se les está quitando a las firmas comisionistas de Bolsa la capacidad de admi-

nistrar portafolios de inversionistas extranjeros, otorgando tal facultad a los bancos comerciales. En cuanto a este tema, surge un cuestionamiento basado en nuestro modesto conocimiento y es el entendimiento de que las actividades deben ser otorgadas a los bancos por ley, mientras que en esta ocasión se pretende adicionar la actividad de custodia vía decreto, lo cual debe ser revisado.

De otro lado, bajo los decretos expedidos en materia de inversión extranjera, se eliminó la posibilidad de que los clientes extranjeros puedan acceder a través de las cuentas ómnibus al mercado local, el cual se constituye en un vehículo relevante que refleja la forma en que éstos operan e incrementa la eficiencia operativa, particularmente en lo que concierne al proceso de cumplimiento de las operaciones, al permitir que grandes *brokers* que reciben un monto importante de órdenes de clientes finales en el exterior puedan operar de manera grupal, tal y como lo permite una cuenta ómnibus.

Fondos de valores, carteras colectivas o fondos de inversión colectivos

Una solicitud para las autoridades de tipo menos estructural, pero que al final puede facilitar la gestión que llevan a cabo los diferentes agentes del mercado de valores, es que los ahora llamados fondos de inversión colectivos, antes fondos de valores y carteras colectivas, no tengan más la palabra “colectivos”, en cuanto conlleva una redundancia y su eliminación permitiría evitar confusiones entre los inversionistas extranjeros al alinear los nombres de nuestros productos con los nombres de los productos internacionales, lo que seguramente implicaría un paso pequeño, pero importante en la búsqueda del mayor posicionamiento y el fortalecimiento del mercado de capitales colombiano a nivel global. 

¿Por qué el mercado de capitales no financia la infraestructura en Colombia?

Clemente del Valle *

Antecedente Internacional

A nivel internacional, la participación privada en la financiación de la infraestructura ha aumentado de manera importante, mientras que la inversión pública tradicional ha disminuido proporcionalmente. Este cambio de mezcla ha incidido en el tipo de fuentes de financiación de los proyectos de infraestructura, creando así una oportunidad para el mercado de capitales.

Esta situación ha coincidido con la expansión global de los inversionistas institucionales en los últimas dos décadas, en particular las industrias de fondos de pensiones y aseguradoras. En efecto, debido a la necesidad de inversión de largo plazo, estos inversionistas se han convertido en jugadores importantes en la financiación de proyectos de infraestructura, cuya estructura de *pay back* se caracteriza por su amplia extensión (entre 10 y 30 años). Para estos inversionistas, los proyectos de infraestructura son atractivos ya que los activos subyacentes representan flujos de caja estables y son activos de largo plazo. Además,

existen beneficios tales como la diversificación de los portafolios por la baja correlación que existe entre el subyacente de infraestructura y otros activos del mercado financiero, una buena mezcla riesgo-retorno, garantías que proveen los gobiernos y, por último, activos y pasivos indexados a inflación. Sin embargo, la curva de aprendizaje en el sector de infraestructura es inclinada. El alto nivel de tecnicismo del sector requiere de tiempo, recursos y la conformación de áreas especializadas dentro de las instituciones y equipos multidisciplinarios que puedan hacer una adecuada evaluación o *due diligence* para cada proyecto. Hoy en día Canadá y Australia son líderes en este campo ya que sus AFPs empezaron a invertir en este sector hace más de dos décadas y sus portafolios tienen cerca de un 10% en el sector, es un *asset class* separado y un porcentaje

importante ha sido en renta variable. Por su parte, en América Latina el nacimiento de la industria de fondos de pensiones es más reciente y ha tendido a estar más regulada y protegida, por ende los activos de renta fija han tenido una mayor participación dentro de los portafolios. La inversión en infraestructura es muy pequeña y reciente, concentrada en títulos de alta calificación y de estructuras simples. Chile y Perú han estado al frente en implementar programas de gobierno dirigidos a facilitar la participación de las AFPs en el sector

* Director Programa de Asistencia Técnica de Mercado de Capitales (ESMID) Banco Mundial – IFC.
E-mail: cdelvalle@worldbank.org

a través de programas con un alto nivel de estandarización y reducción de riesgo. Chile utilizó inicialmente un sistema de seguros privados para cubrir los riesgos de construcción y con ello estandarizó los contratos de APPs y los de los bonos de infraestructura. Por su parte, Perú introdujo una modalidad de fraccionar los proyectos en unidades independientes que permitieron reducir sustancialmente el riesgo de construcción y atraer al mercado de bonos desde una fase más temprana de los proyectos.

Emisiones de bonos en el sector de infraestructura de transporte en Colombia

A pesar de que el mercado de capitales colombiano es todavía pequeño

comparado con el de sus pares internacionales, el mercado de emisiones primarias de renta fija ha presentado una interesante evolución en el pasado reciente.

Durante el período 2007-2011 las emisiones de renta fija promediaron COP\$9.4 billones, alcanzando récords históricos en 2008 y 2009 cuando se emitieron montos cercanos a los COP\$13.7 billones.¹

Las emisiones recientes de renta fija en el mercado colombiano se han caracterizado por tener:

- Concentración en emisores del sector financiero. Por ejemplo, en 2011, el 85% del monto emitido provino de emisores de este sector.
- Concentración en emisiones denominadas en IPC. Lo anterior se debe a que la mayoría de inversio-

nistas institucionales tiene pasivos indexados a este indicador.

- Participación importante de emisiones en el corto plazo. A pesar de las ventajas que el mercado de capitales ofrece en términos de mayores plazos, las emisiones con plazos inferiores a 3 años han representado aproximadamente una tercera parte del monto emitido.
- Prevalencia de estructuras *bullet*.
- Montos elevados de emisión usualmente cercanos a los COP\$300.000 millones.
- Mercado concentrado en calificaciones elevadas. La última emisión por debajo de AA+ se realizó en 2007.

¹ Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, Superfinanciera.

La tabla siguiente resume las emisiones primarias de proyectos con subyacentes relacionados al sector infraestructura:

Emisor	Tipo de título	Año	Plazo promedio (años)	Monto colocado COP millones	Calificación	Sector	Tipo de deuda
P.A. Transmilenio Fase III	Titularización	2012	1	115.537	AAA	Transporte	Pública
Grupo Financiero de Infraestructura	Bonos	2011	19	50.374	AA+	Acueducto	Privada
Grupo Financiero de Infraestructura	Bonos	2010	19	301.766	AA+	Acueducto	Privada
P.A. Transmilenio Fase III	Titularización	2010	4	282.270	AA+	Transporte	Pública
P.A. Concesionaria de Occidente	Bonos	2010	7	162.500	AAA	Transporte	Privada
P.A. Transmilenio Fase III	Titularización	2009	6	907.387	AAA	Transporte	Pública
P.A. Grupo Financiero de Infraestructura	Bonos	2009	19	124.929	AA+	Acueducto	Privada
Fideicomiso Concesión Autopista Bogotá- Girardot	Bonos	2007	9	100.000	AAA	Transporte	Privada
Fideicomiso Coviandes	Bonos	2007	6	47.650	AAA	Transporte	Privada
Fideicomiso Patrimonio Autónomo Suba Tramo I	Titularización	2006	4	150.000	AAA	Transporte	Privada
Fideicomiso Patrimonio Alianza Suba Tramo II	Titularización	2006	4	170.000	AAA	Transporte	Privada
Concesiones Urbanas NQS	Bonos	2006	3	200.000	AAA	Transporte	Privada
Fideicomiso Acueducto de Bogotá	Titularización	2006	11	250.000	AAA	Acueducto	Privada
Metrodistrito NQS II	Bonos	2005	4	125.000	AAA	Transporte	Privada
Fideicomiso Bogotá- Girardot	Bonos	2005	10	150.000	AAA	Transporte	Privada
Coorredor Vial de Cartagena	Bonos	2004	8	47.000	AAA	Transporte	Privada
U.T. Devinorte	Bonos	2000	6	10.600	AA+	Transporte	Privada

Fuentes: Corficolombiana, Bolsa de Valores de Colombia y Superfinanciera.

- Largos tiempos de ejecución en el proceso de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

En general, las emisiones realizadas en el sector de infraestructura han sido escasas, representando aproximadamente el 3% del monto total de emisiones de renta fija. 2009 y 2010 fueron años bastante activos en la financiación de infraestructura de transporte, principalmente por las emisiones relacionadas con la Fase III de Transmilenio. En dichos años las emisiones en el sector de infraestructura alcanzaron COP\$1.03 billones y COP\$746.536 millones respectivamente.

La financiación de infraestructura en Colombia a través del mercado de capitales ha sido reducida comparada con el volumen de recursos totales emitidos por el sector corporativo privado. El grueso de los proyectos de infraestructura de transporte se ha financiado a través del mercado bancario, entre otras por el conocimiento natural que tienen los bancos para evaluar este tipo de proyectos, la flexibilidad de los créditos bancarios, la velocidad con la que se pueden conseguir los recursos *vis à vis* del trámite de inscripción ante la Superfinanciera (incluso en ofertas a través del segundo mercado), las exigencias de elevada calificación que impone el mercado de capitales que pueden implicar estructuras más costosas (e.g. *sinking funds*) y el temor que las malas experiencias como Bogotá-Girardot han generado en el mercado de capitales.

A pesar de las contadas experiencias, hay algunos temas comunes en las emisiones realizadas que se destacan a continuación:

- Con excepción de los títulos emitidos por el Patrimonio Autónomo Transmilenio Fase III, los títulos

emitidos han sido de deuda privada y usualmente han tomado la forma de bonos ordinarios.

- Como es común en el mercado colombiano, las emisiones han contado con una elevada calificación crediticia (AA+ y AAA).
- Aprovechamiento de estructuras *bullets*.
- Las emisiones han tenido una gran variedad de indexaciones, algunas en UVR (PA Transmilenio Fase III), IPC (Bogotá-Girardot) y otras en DTF (PA Suba Tramo I). Como es natural, la indexación de las emisiones ha respondido tanto a las condiciones de mercado como a las necesidades de los conce-

de pago la constituía el recaudo proveniente de peajes.

- En la mayoría de casos, al momento de la emisión, los proyectos no contenían riesgo de construcción (Alianza Suba Tramo II, Patrimonio Autónomo NQS Norte Tramo I, Coviandes). Una excepción importante es Bogotá-Girardot y, en menor medida, Concesionaria de Occidente, dado que en esta última las obras estaban bastante adelantadas.
- Importancia de las vigencias futuras como fuente de pago de los proyectos.
- Los plazos de los títulos emitidos han sido relativamente cortos.

“ Chile y Perú han estado al frente en implementar programas de gobierno dirigidos a facilitar la participación de las AFPs en el sector a través de programas con un alto nivel de estandarización y reducción de riesgo. ”

sionarios. En general, el mercado colombiano estaría en capacidad de soportar emisiones en cualquier indexación siempre que haya una remuneración adecuada. A corto plazo, las indexaciones en DTF e IBR seguirán siendo las preferidas por los inversionistas, mientras que a largo plazo, las indexaciones en IPC serán las favorecidas.

- En su mayoría, el propósito de las emisiones ha sido la sustitución de pasivos bancarios, usualmente el pago de créditos sindicados.
- En su mayoría, las estructuras no han tenido riesgo comercial (PA TM Fase III, Coviandes (IMG), Alianza Suba Tramo II). Una excepción interesante es la serie C del Fideicomiso Concesionaria de Occidente cuya fuente exclusiva

La excepción es la emisión de la concesión Bogotá-Girardot en la que se emitieron títulos hasta de 10 años. Hacia futuro esto es una oportunidad interesante dado el interés que los inversionistas institucionales tienen por papeles de largo plazo. Dicho interés ha sido probado en emisiones como Grupo Sura (40 años), Bancolombia (15 años), UNE (12 años) etc.

- Los montos emitidos han sido similares o incluso inferiores a los montos promedio emitidos por el sector corporativo privado. Hoy en día el mercado absorbe montos más grandes tales como Cementos Argos (COP\$1 billón en 2012), Leasing Bancolombia (COP\$600.000 millones 2012), Avianca (COP\$500.000 millones

2009). El mayor apetito por emisiones grandes genera oportunidades para la financiación de grandes proyectos de infraestructura en el mercado de capitales a la vez que limita la posibilidad de financiar pequeños proyectos a través del mercado público de valores.

Pilares para un matrimonio exitoso del sector infraestructura con el mercado de capitales

Los pilares se analizan a continuación desde el punto de vista de la oferta (contratistas y Gobierno) y de la demanda (inversionistas institucionales) de instrumentos del mercado de capitales (principalmente bonos) vinculados al sector de infraestructura.

Con respecto a la **oferta**, el primer aspecto fundamental es el marco de operación de la nueva generación de concesiones o contratos APPs. Si bien el país ha avanzado en la adopción de mejores prácticas en materia de contratos de concesión, existe una gran diversidad en las reglas de juego de los actuales concesionarios (esquemas de distribución de riesgos, plazos, valor del contrato, sistemas de ingresos o de adjudicación) debido a los diferentes tipos de contratos entre las diferentes generaciones y al interior de las mismas. Por otro lado, una de las principales locomotoras del desarrollo del país de acuerdo con el Plan Nacional de Desarrollo es la infraestructura; de hecho, durante la administración del presidente Santos se han consolidado dos reformas fundamentales en esta área. La primera es el fortalecimiento de la entidad encargada de promover la inversión privada, y estructurar y gestionar los contratos de APPs en los sectores de carreteras, vías férreas, puertos y aeropuertos; a través del cambio del

“ En general, las emisiones realizadas en el sector de infraestructura han sido escasas, representando aproximadamente el 3% del monto total de emisiones de renta fija. ”

Inco a la ANI. La segunda reforma es la publicación este año de la Ley y el Decreto sobre APPs (la Ley 1508 de enero de 2012 y su Decreto Reglamentario 1467 de julio de 2012). Lo anterior evidencia la necesidad del gobierno de estandarizar los contratos de concesión. Bajo esta situación se obtienen reglas generales y equivalentes para todos los contratistas, de tal manera que los proyectos sólo se diferencien por las especificaciones técnicas y presupuestales.

Lo anterior representa ventajas enormes no sólo desde el punto de vista de la financiación de largo plazo, sino también de mejorar la transparencia y la claridad en las reglas de juego para los inversionistas, volver más expeditos los procesos en la gestión contractual (en este caso a cargo la ANI), facilitar la especialización de la industria (financiadores, concesionarios, estructuradores legales y financieros, fiduciarias, calificadoras de riesgo, entes de control), reducir la discrecionalidad de las entidades competentes y de los funcionarios públicos, disminuir la corrupción, y evitar el arbitraje regulatorio. Desde el punto de vista de un esquema de financiación tradicional y, principalmente, a través del mercado de capitales, tener contratos de APPs reglados y en igualdad de condiciones es fundamental para asimismo estan-

darizar los contratos de financiación con las consecuentes ventajas que ello tiene en términos del desarrollo del instrumento, al generarse economías de escala en el mercado: mayor mercado secundario, mayor número de compradores, liquidez del papel, y menor costo de la deuda.

De igual manera, como parte de la nueva generación de concesiones, la ANI está interesada en estructurar y promover proyectos con (i) *sponsors* o promotores más sólidos desde el punto de vista patrimonial, lo cual implica migrar de un negocio en que hoy en día, en la mayoría de los casos, el concesionario es una empresa constructora, a uno en el que el concesionario sea un inversionista, y (ii) con condiciones que presionen al *sponsor* o promotor a recibir la utilidad del negocio durante la etapa de operación y mantenimiento.

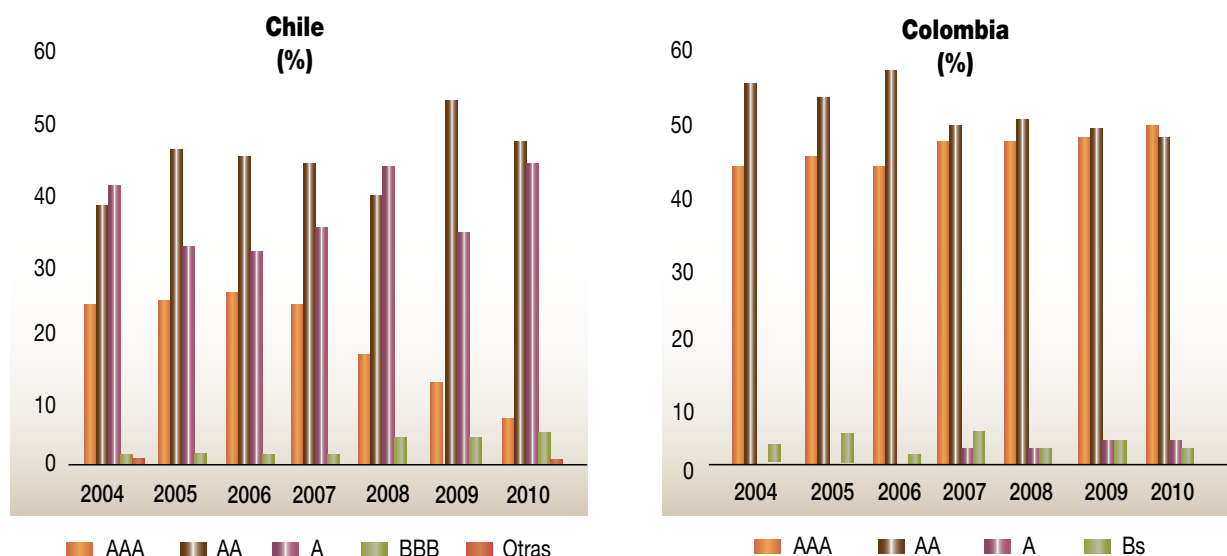
Como se verá más adelante en el documento, es fundamental cambiar la percepción que tienen hoy en día los inversionistas institucionales acerca de la falta de garantías en los contratos de concesión, tanto en la capacidad de ejecución del concesionario como en la del gobierno para hacer cumplir los contratos. Es entonces un reto para la nueva Agencia alcanzar altos estándares de calidad tanto en la estructuración de los nuevos contratos de APPs como en la gestión contractual de las concesiones existentes, con el fin de brindarles seguridad y tranquilidad a los inversionistas para que estén dispuestos a absorber algún tipo de riesgo del sector. El papel del gobierno no sólo está concentrado en la Agencia sino en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y en el Departamento Nacional de Planeación. Estas entidades deberán apoyar el diseño de mecanismos de garantía a los financiadores del mercado de capitales, un ejemplo de ello podría ser a través de entidades tales como la Financiera Energética Nacional (FEN) o Findeter.

“ Si bien el país ha avanzado en la adopción de mejores prácticas en materia de contratos de concesión, existe una gran diversidad en las reglas de juego de los actuales concesionarios debido a los diferentes tipos de contratos entre las diferentes generaciones. ”

Por su parte, los concesionarios deberán ser calificados permanentemente en el mercado, no sólo para el momento de la adjudicación, sino en la etapa de Operación y Mantenimiento (O&M), y de esta manera ir demostrando su capacidad como concesionarios. Además, la implementación de códigos de buen gobierno, que hoy en día no existen, es imperante para garantizar el éxito de conectar el mercado de capitales con la financiación del sector de infraestructura. Por último, desde el punto de vista del mercado de capitales, el Banco Mundial, en conjunto con el Ministerio de Hacienda, está adelantando un ajuste normativo cuyo fin es crear

un nuevo régimen de emisión y colocación dirigido a inversionistas profesionales que permita disminuir los tiempos de aprobación por parte de la SFC y generar eficiencias en los procesos, que hoy en día no se han logrado a pesar de que existe la reglamentación para el segundo mercado. El objetivo principal del esquema es introducir una aprobación basada en un documento resumido de la emisión y no en un prospecto completo como tal, bajo el entendido de que los inversionistas profesionales no requieren de este tipo de protección del Estado, pues están en capacidad de hacer un análisis crediticio y determinar el tipo

Gráfico 1. Distribución porcentual de las emisiones con base a la calificación de riesgo



			A	BBB	OTRAS	TOTAL
2004	32	52	56	2	1	143
2005	36	70	48	3	0	157
2006	44	78	54	3	0	179
2007	43	82	64	3	0	192
2008	51	125	138	13	0	327
2009	50	221	141	19	0	431
2010	19	130	122	13	2	286

Año/calificación	AAA	AA	A	Bs	TOTAL
2004	27	34		2	63
2005	32	38		3	73
2006	34	45	2	4	85
2007	36	39	2	2	79
2008	36	39	2	3	79
2009	30	31	2	2	65
2010	41	40	3	2	86

Fuente: Superintendencias Financieras de cada país.

de información que necesitan para tomar su decisión de inversión. El Estado mantendría un registro para la aprobación y, adicionalmente, podría intervenir en el caso de una situación de fraude o negligencia por parte de los intermediarios (emisores, bancas de inversión, abogados) en el proceso de emisión. Dicha protección no es posible en el caso de una emisión completamente privada. Desde el punto de vista de la **demanda**, es fundamental para el éxito del matrimonio entre el mercado de capitales y el sector de infraestructura, la profesionalización y especialización de los inversionistas institucionales en proyectos de transporte desarrollados bajo la modalidad de APPs. Tal como el mercado financiero tiene expectativas acerca del fortalecimiento de la Agencia, también debe haberlas para las AFPs y los otros vehículos institucionales. Éstos, por su carácter de financiadores de largo plazo, deberían fortalecer sus áreas de análisis crediticio e ir generando un nivel de especialización en el sector de infraestructura, que permitan desarrollar las capacidades para hacer un adecuado *due diligence* de los proyectos, un seguimiento de los mismos y una medición y administración del riesgo.

El tema de especialización va de la mano con el hecho de que los análisis de los proyectos no deben sustentarse únicamente en la calificación de riesgo emitida por la calificadora. Adicionalmente, tener inversionistas institucionales profesionales en el sector conduce a incrementar el apetito por papeles diferentes a AAA o AA+. Un ejemplo se da en el siguiente gráfico, donde queda claro cómo Chile ha logrado diversificar su stock de deuda por nivel de riesgo, mientras que Colombia sigue concentrado en las AAA.

Por otro lado, el esquema de financiación de proyectos de infraestructura a través del mercado de capitales debe basarse en la creación de un nuevo ac-

tivo financiero (*asset class*) dirigido a AFPs y compañías de seguros, que son los compradores naturales de este tipo de papeles por sus características de inversionistas de largo plazo. Bajo el marco normativo actual de las AFPs y de las aseguradoras, se puede estructurar, colocar y transar un título con base en las premisas que se muestran más adelante, así que, preliminarmente, no es necesario diseñar una reglamentación alrededor de un título de infraestructura. Pero con el tiempo sería importante crear un límite específico para este activo financiero, de manera que sea más atractivo para estos inversionistas institucionales.

“ El esquema de financiación de proyectos de infraestructura a través del mercado de capitales debe basarse en la creación de un nuevo activo financiero (*asset class*) dirigido a AFPs y compañías de seguros, que son los compradores naturales de este tipo de papeles. ”

Por último, se considera que el papel de los bancos, como inversionistas institucionales, es también fundamental en el éxito del esquema de financiación, ya que éstos han adquirido experiencia y conocimiento en la gestión del riesgo del sector.

De hecho, el rol de estos inversionistas frente al esquema podría ser de *market makers*. Si bien la banca comercial ha tenido un papel de liderazgo en la financiación de proyectos

de infraestructura de transporte, el tamaño de las inversiones esperadas en el sector hace necesaria la participación de otras fuentes de financiación, toda vez que la banca no tendrá capacidad para absorber la totalidad de los montos esperados. Los bancos han desarrollado un conocimiento del sector comprendido por los tipos de contratos, los participantes, los mecanismos de remuneración (entendimiento específico del comportamiento de las vigencias futuras) y los riesgos propios del desarrollo de los proyectos, que será un activo importante para la financiación de los proyectos futuros. Lo anterior se ha reflejado en una posición negociadora fuerte, debido a la cantidad de relaciones comerciales con los desarrolladores, que le permite a la banca obtener las condiciones de garantía que considere convenientes, así como contar con mecanismos de seguimiento y administración del crédito que le den control sobre posibles situaciones de riesgo.

Hasta el momento la banca comercial ha logrado obtener fuentes de financiación de largo plazo en el mismo mercado de capitales local que le han permitido hacer créditos que se adaptan a las necesidades de los proyectos. Es posible que hacia adelante este proceso no pueda continuar de la misma forma para que la banca mantenga una posición de liderazgo en los proyectos futuros, pues los límites por emisor de las AFPs con los bancos más grandes están llegando a sus límites individuales. Sin embargo, dado su conocimiento y experiencia, la participación activa de los bancos como inversionistas principales en un esquema de financiación de infraestructura a través del mercado de capitales será crítica pues movilizaría con mayor facilidad la entrada de AFPs y otros inversionistas internacionales, quienes se sentirán más cómodos de participar en operaciones donde los bancos también actuarán como inversionistas. 

Impacto causal del programa de aspersión aérea sobre los cultivos ilícitos en la frontera colombo-ecuatoriana



Margarita Cabra * y Daniel Mejía **

Introducción

Debido a las repercusiones negativas que el narcotráfico ha tenido sobre la violencia y la inestabilidad institucional en Colombia – financiación de grupos armados ilegales, corrupción, infiltración del narcotráfico en la política nacional y la dinamización de diferentes actividades criminales, entre otras-, el gobierno colombiano ha venido diseñando diferentes políticas antinarcóticos encaminadas a reducir la oferta de drogas y de esta forma la financiación que los grupos armados ilegales y las organizaciones criminales asociadas al narcotráfico reciben de la producción y tráfico de drogas (principalmente cocaína) en el país.

Sin lugar a dudas, la aspersión aérea de cultivos ilícitos (la fumigación aérea de químicos sobre los cultivos de coca) fue, por lo menos hasta 2009, la principal estrategia de reducción de oferta utilizada por el gobierno colombiano bajo el llamado Plan Colombia. Sin embargo, y a pesar de las grandes sumas de recursos invertidas en estas campañas de aspersión aérea durante los últimos diez años, el número de hectáreas cultivadas con coca se ha reducido sólo de manera marginal y temporal, induciendo más un aumento de los cultivos de coca en las zonas de mayor aspersión o un desplazamiento de los cultivos hacia zonas más aisladas y hacia otros países, que una reducción agregada de los cultivos de hoja de coca.

Dada la gran cantidad de recursos físicos y humanos que se han invertido en las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos, se hace muy importante estudiar de manera rigurosa si estas campañas funcionan como estrategia

antinarcóticos; es decir, si logran reducir de manera efectiva los cultivos de coca y, con esto, la producción de cocaína y los recursos financieros que reciben los grupos armados ilegales asociados al narcotráfico. No obstante, y a pesar de la gran importancia de evaluar la efectividad de estas campañas, hacerlo de manera precisa requiere solucionar los problemas de endogeneidad que se presentan al evaluar la efectividad de este tipo de intervenciones. En particular, si las campañas de erradicación aérea se concentran en

Este documento resume el artículo de tesis de Magister en Economía de la Universidad de los Andes bajo la asesoría de Daniel Mejía. Detalles en Cabra y Mejía (2011).

Agradecimientos a Germán Clavijo, Leonardo Correa y Marye Sáenz de la UNODC por su colaboración en la recolección y entendimiento de los datos. También a Adriana Camacho y Carlos Morales por sus comentarios en los aspectos econométricos.

* Investigadora de Anif.

E-mail: mr.cabra30@uniandes.edu.co, mcabra@anif.com.co

** Investigador de la Universidad de Los Andes, e-mail: dmejia@uniandes.edu.co

zonas con mayor presencia y densidad de cultivos de coca, la estimación del efecto de la aspersión sobre la presencia de coca estaría sesgada por problemas de doble causalidad, y el signo del sesgo del efecto estimado es positivo. Otros posibles problemas que se pueden enfrentar cuando se intenta estimar el efecto causal de las campañas de aspersión sobre los cultivos de coca con datos que involucran zonas muy amplias del país (i.e., con datos departamentales o municipales) es el de posibles sesgos por variables omitidas.

Cultivos de coca, aspersión y la zona de exclusión a partir de 2008

Aproximadamente la mitad de la coca cultivada en Colombia y cerca del 46% de la aspersión aérea que se ha hecho en el país durante los últimos diez años se han concentrado en la zona fronteriza con Ecuador, en los departamentos de Nariño y Putumayo. Como resultado de las intensas campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos en estos dos departamentos durante los primeros años de implementación del Plan Colombia (años 2001 a 2003/2004), el gobierno ecuatoriano lanzó una campaña diplomática para impedir la aspersión aérea de herbicidas en las zonas limítrofes con Ecuador, argumentando daños en el ecosistema y efectos negativos sobre la salud de los pobladores ecuatorianos de estas zonas fronterizas. Después de numerosas discusiones diplomáticas, en diciembre de 2005 el gobierno colombiano hizo un anuncio en el que se comprometía a no realizar más campañas de aspersión en una zona de exclusión localizada 10 km adentro del territorio colombiano que colinda con Ecuador. Sin embargo, y a pesar de este anuncio verbal a finales del año 2005, la zona de exclusión sólo comenzó a operar de manera efectiva en el año 2008.

En este trabajo, explotamos un experimento natural inducido por el acuerdo entre Colombia y Ecuador. Éste indujo un cambio exógeno en la política de aspersión que nos permite identificar el efecto causal de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos sobre la presencia de cultivos de coca. En particular, dado que este convenio y, específicamente, la escogencia de una zona de exclusión de 10 km dentro de la frontera colombiana con Ecuador no estuvieron relacionados con la presencia o cantidad de hectáreas con cultivos de coca, pero sí afectaron la intensidad de la aspersión, el experimento natural inducido por el compromiso (real a partir de 2008) del gobierno colombiano nos permite aislar el efecto causal de la aspersión

“ Aproximadamente la mitad de la coca cultivada en Colombia y cerca del 46% de la aspersión aérea que se ha hecho en el país durante los últimos diez años se han concentrado en la zona fronteriza con Ecuador, en los departamentos de Nariño y Putumayo. ”

sobre los cultivos de hoja de coca. Para hacer esto, utilizamos datos anuales a nivel de grilla —o áreas de 1 km²—, que contienen información del número de hectáreas de cultivos de coca (2001-2009), el número de hectáreas erradicadas manualmente (2007-2010) y el número de hectáreas asperjadas con aviones de fumigación (2001-2009). La riqueza de los datos a nivel de grillas nos permite usar un método de estimación de diferencias-en-diferencias (DD) con

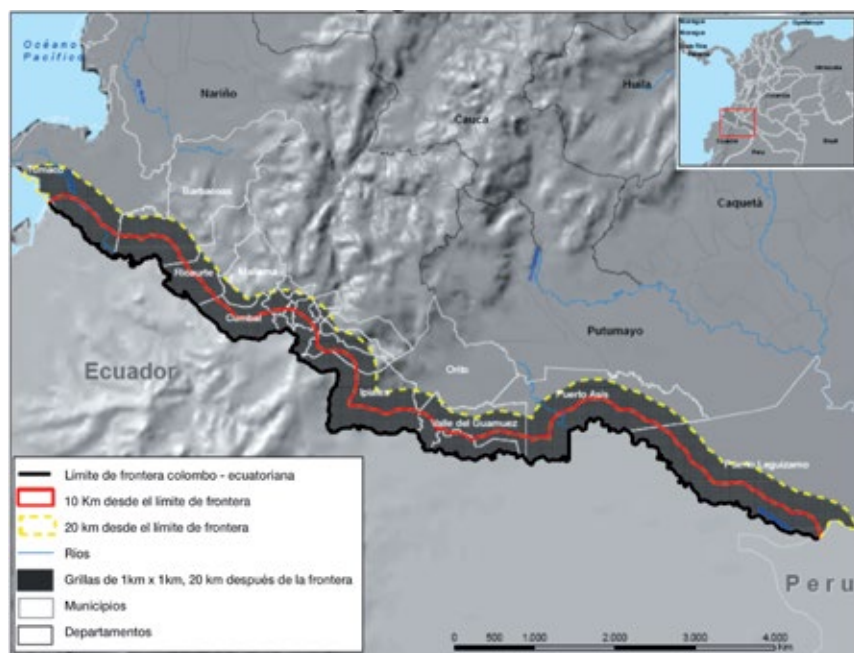
el fin de identificar el efecto causal de los programas de aspersión aérea sobre los cultivos de coca. El grupo de tratamiento en este caso lo constituyen las grillas ubicadas entre 0 y 10 km dentro de la frontera con Ecuador, mientras que el grupo de control está compuesto por las grillas ubicadas entre 10 y 20 km de distancia con la frontera con Ecuador.

Los resultados indican que, *ceteris paribus*, después de que el convenio fue implementado, las grillas pertenecientes al grupo de tratamiento (no aspersión) tienen 0.22 Has. menos de cultivos de coca cuando se les compara con el grupo de grillas pertenecientes al grupo de control. Es decir, que en la zona en donde no está permitida la aspersión aérea de cultivos ilícitos, los niveles de cultivos de esta planta son menores que en donde sí se permitía la aspersión. Estos resultados, aunque pueden parecer contraintuitivos, son robustos a diferentes especificaciones y variaciones de la definición de los grupos de control y tratamiento. Más aun, los resultados se pueden explicar a la luz de un modelo en el cual los cultivadores de coca responden a la mayor erradicación sembrando más coca con el fin de tener, en valor esperado, un nivel de ingreso igual (o aún más alto).

Datos

El cambio de política de aspersión en la frontera colombo-ecuatoriana introdujo un experimento natural muy localizado que nos permite utilizar información de la interpretación de imágenes satelitales georeferenciadas, recopiladas por el Sistema Integrado de Monitoreo de Cultivos Ilícitos (SIMCI) de las Naciones Unidas (UNODC) en Colombia. Esta información contiene el número de hectáreas cultivadas, asperjadas y erradicadas manualmente a nivel de grillas de 1 km x 1 km en la zona de interés entre 2001 y 2009, lo cual nos

Mapa 1. Ubicación geográfica de los datos



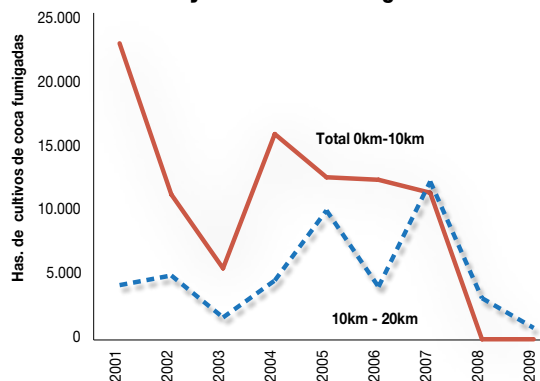
Fuente: Mapa propio con base en UNODC.

permite identificar de manera precisa el impacto causal de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos sobre la presencia de cultivos de coca. Para esto, hacemos una estimación de diferencias-en-diferencias que explota, como su nombre lo indica, diferencias temporales y territoriales en los patrones de cultivos ilícitos y aspersión en la zona de interés. Con el fin de garantizar que las grillas pertenecientes a la zona de exclusión (grupo de tratamiento) sean lo más parecidas posible a las grillas pertenecientes al grupo de control, definimos este último grupo como aquel espacio territorial comprendido entre 10 y 20 km de distancia de la frontera con Ecuador. Todos los datos corresponden al territorio colombiano (ver Mapa 1) y las grillas que se incluyen en el análisis son las que tienen su *centroide* —o centro— dentro de los 20 km de referencia.

Relación del compromiso de no aspersión en la frontera colombo-ecuatoriana con el número de hectáreas de coca asperjadas

El gráfico 1 muestra los datos de aspersión aérea en las grillas que pertenecen al territorio colombiano y que tienen su *centroide* a una distancia máxima de 20 km de la frontera colombo-ecuatoriana y dentro del territorio colombiano. El grupo de tratamiento, o zona de ex-

Gráfico 1. Relación del Convenio de no fumigación antes de la frontera colombo-ecuatoriana con las hectáreas de coca asperjadas para el grupo de control y tratamiento: fumigación



Fuente: gráfico propio con base en UNODC.

clusión (grillas que se encuentran 10 km dentro de la frontera con Ecuador), corresponde a la línea continua y la línea punteada a la zona de control. Antes del convenio (antes de 2006), el número de hectáreas asperjadas aumentó en los dos grupos entre 2003 y 2005. Una vez se anuncia el convenio el 7 de diciembre de 2005 (que sería aplicable a partir de enero de 2006), los niveles de aspersión en las grillas pertenecientes a la zona de exclusión no cambiaron de manera apreciable. Como se puede ver en el cuadro 1, el número de hectáreas fumigadas en la zona de exclusión disminuyó ligeramente entre 2005 y 2006 en tan sólo 186 Has., lo cual indica, una vez más, que el anuncio no se cumplió en 2006. Las diferencias de fumigación aérea en esta área tampoco cambian mucho entre 2006 y 2007 (1.033 Has. menos erradicadas en 2007 respecto a 2006). Sin embargo, a partir de 2008 el cumplimiento del compromiso del gobierno colombiano se puede observar de manera muy clara. En el grupo de tratamiento (zona de exclusión), el número de hectáreas asperjadas en 2008 fue de tan sólo 56.5 Has. y en 2009 de 67.6 Has., lo cual representa un salto significativo respecto a los niveles de aspersión observados antes de 2008 y descritos anteriormente. Adicionalmente, como se puede observar, las pocas hectáreas asperjadas provienen de errores no intencionados en grillas muy cercanas al límite entre la zona de exclusión y la zona de control; de hecho, a medida que las grillas se acercan a la línea fronteriza con Ecuador, el número de hectáreas asperjadas se hace cero. En principio, y si no se tienen en cuenta aspectos inherentes al proceso de diseño e implementación de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos, sería de esperar que la zona de control (grillas entre 10 y 20 km) no presentara cambios significativos en las actividades de aspersión en años posteriores al convenio. Sin embargo,

dado que estas campañas involucran costos fijos de operación de los aviones de fumigación, asegurar el área para prevenir los ataques a los aviones, etc., el hecho de no poder llevar a cabo campañas de aspersión en la zona de exclusión hace que, muy seguramente, los costos de llevar a cabo estas campañas en la zona de control (10 a 20 km de la frontera) aumenten. Una explicación alternativa es que los cultivos de coca se hayan desplazado hacia la zona de exclusión. Sin embargo, los cultivos de coca en la zona de exclusión *disminuyeron* con respecto a los niveles observados antes de la implementación real del acuerdo en 2008. En términos porcentuales, los

cultivos de coca en la zona de exclusión disminuyeron un 9.7% entre 2005 y 2008 y un 32.8% entre 2005 y 2009. Adicionalmente, una vez aplicado el convenio (2008), la aspersión aérea aumenta en los grupos de grillas pertenecientes al área más lejana de los 20 km, pero luego la fumigación en estas zonas vuelve a disminuir, ver Cabra y Mejía (2011).

Estrategia empírica

Uno de los problemas que se presenta al evaluar la efectividad de las campañas antinarcóticos es la endogeneidad. En particular, las decisiones sobre dónde llevar a cabo campañas de aspersión

aérea se explican en buena medida por la presencia de mayores cultivos de coca y mayor densidad de éstos en donde los esfuerzos de erradicación serían más efectivos. Por ejemplo, se podría presentar un caso en el cual las bases aéreas utilizadas para coordinar y poner en marcha las labores de aspersión estén estratégicamente localizadas en zonas con mayor presencia de cultivos ilícitos. Por esta razón, si no se selecciona un evento o variable que explique de manera exógena los programas de fumigación de coca, se podrían generar sesgos de endogeneidad en el coeficiente asociado a la variable de interés, lo cual llevaría a una interpretación errada

Cuadro 1. Fumigación de hectáreas discriminadas por cercanía al límite fronterizo colombo-ecuatoriano

Grillas	Años antes					Años después			
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
0km-1km	0.84	209.45	70.77	119.85	332.38	0.00	538.52	0.00	0.00
1km-2km	36.58	247.28	160.75	456.09	3.726.81	0.08	406.53	0.00	0.00
2km-3km	68.46	293.35	170.34	679.22	993.64	69.56	572.24	0.00	0.00
3km-4km	3.504.41	388.84	199.55	425.57	761.77	139.29	594.48	0.00	0.00
4km-5km	1.664.89	819.36	170.81	306.18	1.123.05	147.59	513.67	0.00	7.20
5km-6km	5.269.75	2.381.19	2.071.36	379.82	792.49	8.141.45	1.753.80	0.00	0.88
6km-7km	596.05	1.989.46	498.91	505.91	818.81	353.91	1.060.06	0.00	5.59
7km-8km	6.983.37	1.638.66	636.41	594.06	875.36	381.16	1.443.60	0.00	12.15
8km-9km	2.472.53	732.00	903.66	599.65	833.03	495.64	491.72	0.83	15.94
9km-10km	2.716.05	2.732.53	732.89	12.128.96	2.513.03	2.855.90	4.177.08	55.71	25.83
10km-11km	597.14	504.93	459.02	166.16	270.48	436.38	9.436.99	241.62	58.54
11km-12km	335.63	591.98	207.32	176.32	278.52	354.01	580.40	297.05	59.60
12km-13km	80.81	484.80	172.34	217.07	307.91	302.02	372.09	281.42	90.21
13km-14km	23.46	271.62	89.86	120.43	197.51	144.82	182.42	321.00	119.94
14km-15km	20.39	195.42	85.94	175.85	257.88	203.35	157.69	321.58	124.41
15km-16km	41.02	314.75	135.49	251.79	377.94	158.21	76.56	381.39	129.71
16km-17km	2.812.25	1.907.16	152.75	2.180.56	6.780.47	1.383.19	1.336.57	401.64	79.83
17km-18km	138.54	349.89	168.16	339.69	482.04	241.63	66.19	322.12	108.64
18km-19km	157.16	267.95	192.50	491.53	664.08	435.24	120.55	400.69	59.59
19km-20km	90.93	168.68	104.74	550.25	567.00	502.58	132.16	313.16	105.79
Total 0 km-10 km	23.312.93	11.432.13	5.615.46	16.195.32	12.770.36	12.584.59	11.551.69	56.53	67.58
Total 10 km-20 km	4.297.34	5.057.17	1.768.12	4.669.66	10.183.82	4.161.43	12.461.61	3.281.68	936.26

Fuente: cálculos propios con base en UNODC.

del efecto causal de la aspersión aérea sobre el nivel de los cultivos de coca. Para desarrollar este trabajo, se empleará la metodología de diferencias-en-diferencias (DD), utilizando un experimento natural inducido por el compromiso adquirido por el gobierno colombiano de no llevar a cabo más campañas de aspersión en la llamada zona de exclusión. El acuerdo de no aspersión en la frontera colombo-ecuatoriana indujo un cambio exógeno en la política de aspersión que nos permite identificar el efecto causal de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos sobre la presencia de cultivos de coca. En particular, dado que este convenio y, específicamente, la escogencia de una zona de exclusión de 10 km dentro de la frontera colombiana con Ecuador no estuvieron relacionados con la presencia o cantidad de hectáreas con cultivos de coca, pero sí afectaron la intensidad de la aspersión, el experimento natural inducido por el compromiso (real a partir de 2008) del gobierno colombiano nos permite aislar el efecto causal de la aspersión sobre los cultivos de hoja de coca. Las dimensiones de variación que explotamos para identificar el efecto son temporales (antes y después de la puesta en marcha real del compromiso colombiano) y territoriales (dentro y fuera de la zona de exclusión que delimitaba el compromiso). No obstante, ya que el convenio se pactó para la misma fecha en la región analizada (Putumayo y Nariño), la identificación del efecto causal proviene de las diferentes áreas en donde estuvo prohibido fumigar, y en aquellas en las que no lo estuvo. Es así como la línea base —o los años anteriores al convenio— la define el momento de la puesta en marcha efectiva del compromiso: el año 2008. Por su parte, el grupo de tratamiento es aquel compuesto por las grillas pertenecientes a la zona de exclusión, mientras que el grupo de control está compuesto por el grupo de grillas cuyo *centroide* se encuentra a una distancia igual o mayor

a 10 km de la frontera con Ecuador y menor que 20 km. Finalmente, la base de datos permite eliminar problemas de posibles sesgos por variables omitidas que se pueden enfrentar cuando se intenta estimar el efecto causal de las campañas de aspersión sobre los cultivos de coca con datos que involucran zonas muy amplias del país (i.e., con datos departamentales o municipales).

Modelo de diferencias-en-diferencias

Dado que el compromiso de no aspersión en la zona de exclusión comenzó a regir efectivamente en el año 2008, el modelo de DD se plantea de la siguiente manera (Cabra y Mejía, 2011):

$$\#Ha_cultivadas_{st} = \beta_0 + \beta_1 \text{cercanía_grillas_post}_{st} + \beta_2 T + \beta_3 G + u_{st} \quad (1)$$

En donde s denota el identificador de la grilla, t el período de tiempo (año), $\#Ha_cultivadas_{st}$ es el número de hectáreas de coca cultivadas en cada grilla s en el año t . La variable $\text{cercanía_grillas_post}_{st}$ es una variable dicótoma de interacción espacial y temporal que toma la siguiente forma:

$$\text{cercanía_grillas_post}_{st} = \begin{cases} 1 & \text{si distancia_a_frontera}_{m,s} \leq 10\text{km} \\ & \text{y año} \geq 2008 \\ 0 & \text{si distancia_a_frontera}_{m,s} > 10\text{km} \\ & \text{y año} \leq 2005 \end{cases}$$

T es un efecto fijo de tiempo, es decir, una dummy para cada año, y G denota el efecto fijo de grilla, o una dummy para cada grilla.¹

Adicionalmente, a la ecuación (1) añadimos el número de hectáreas erradicadas manualmente por grilla como variable de control, así:

$$\#Ha_cultivadas_{st} = \beta_0 + \beta_1 \text{cercanía_grillas_post}_{st} + \beta_2 \text{erradicación_manual}_{st} + \beta_3 T + \beta_4 G + u_{st} \quad (2)$$

Añadir este control es muy importante, pues no hacerlo puede sesgar los

resultados de la estimación de nuestro coeficiente de interés. En particular, si el gobierno colombiano incrementó la erradicación manual en la zona de exclusión después de la puesta en marcha del compromiso de no aspersión aérea en esta zona, no incluir el número de hectáreas erradicadas manualmente como control puede sesgar el coeficiente hacia abajo (i.e. hacerlo más negativo), pero no por el efecto de la menor aspersión aérea, sino por el de una mayor erradicación manual. Sin embargo, como veremos en la siguiente sección, los resultados de la estimación de la ecuación (1) se mantienen una vez se controla por el número de hectáreas erradicadas manualmente.

Resultados

Para el análisis de los datos se emplearon tres modelos alternativos para definir el grupo de control y de tratamiento. El primero contrasta el grupo de tratamiento de 0-10km con el de control de 10 a 20km, el segundo compara las grillas que abarcan de 0-9km y las de 9-20km y en el tercero se usan los grupos de 0-9km y de 10-20km para evaluar los programas de fumigación aérea de cultivos de coca. Como se puede observar en la primera columna del cuadro 2, el parámetro de interés, β_1 , es 0.868 y es estadísticamente significativo, lo que indica que en cada grilla perteneciente al grupo de tratamiento, o grillas que están dentro de la zona de exclusión, la diferencia de los cultivos de coca antes y después de implementado el convenio de no aspersión aérea es 0.868 Has. mayor que la correspondiente diferencia en el grupo de control (grillas entre 10 km y 20 km dentro de la frontera con Ecuador). Estos resultados iniciales sugieren que los programas de aspersión aérea de cultivos de coca en la

¹ En T no se incluye el primer año, es decir 2001, para no incurrir en problemas de multicolinealidad; y en G no se incluye una grilla por la razón anteriormente nombrada.

frontera colombo-ecuatoriana han sido efectivos en términos de la intensidad de estos cultivos ilícitos.

Sin embargo, los mayores errores de fumigación, una vez implementado el convenio, se dan en las grillas pertenecientes al rango entre 9 y 10km de distancia de la frontera colombo-ecuatoriana, ver cuadro 1. Por lo tanto, se estima el mismo modelo de la ecuación (1), pero toma el valor de 1 si el *centroide* de cada grilla está en el rango de 0km a 9km antes de la frontera y el año es 2008 o 2009, y 0 de lo contrario. En la segunda columna del cuadro 2 se encuentra que después de que el convenio fue implementado, las grillas tratadas tuvieron 0.215 Has. *menos* de cultivos de coca cuando se les compara con las grillas pertenecientes al grupo de control. Es decir, en la zona en donde no estaba permitida la fumigación, los niveles de cultivos de coca son *menores* que en donde sí se permitía la aspersión. Según estos resultados, los programas de aspersión aérea de cultivos de coca en la frontera colombo-ecuatoriana no han sido efectivos en términos de la intensidad de estos cultivos ilícitos.

Si eliminamos las grillas pertenecientes a la franja comprendida entre 9km y 10km de distancia dentro de la frontera colombiana con Ecuador, los resultados de la primera columna no se mantienen e incluso se reversan. Esta franja (e inclusive una más amplia) es una zona gris en donde fácilmente los aviones de erradicación pueden cometer errores y la implementación del tratamiento no es exacta. En la tercera columna del cuadro 2, se observa que después de aplicado el convenio, las grillas pertenecientes a la zona de exclusión tenían 0.233 Has. *menos* de coca que las grillas que continuaron siendo asperjadas en 2008 y 2009.²

Los resultados de la estimación de la ecuación (2), donde incluimos el número de hectáreas erradicadas manualmente como variable de control, se presentan en el cuadro 3. En este caso, el efecto

de la zona de exclusión continúa siendo negativo y significativo; es decir, aun cuando se controla por mayores niveles de erradicación manual por grilla en la zona de exclusión, la eliminación de la aspersión aérea de cultivos ilícitos inducida por el compromiso exógeno de política del gobierno colombiano llevó a una *menor* presencia de coca en esta zona. A pesar de que el coeficiente asociado al número de hectáreas erradicadas manualmente es negativo y significativo, la interpretación de este coeficiente como un efecto causal de la erradicación manual sobre la presencia de cultivos de coca debe manejarse con cuidado.

Discusión de los resultados y conclusiones

Desde la implementación del Plan Colombia, el gobierno ha venido fortaleciendo la lucha contra la producción y tráfico de cocaína con el financiamiento parcial de Estados Unidos. Gran parte de esta estrategia antinarcoóticos se ha enfocado en la aspersión aérea de her-

bicidas sobre los cultivos ilícitos con el fin de erradicarlos y, con esto, eliminar el principal factor de producción necesario para el procesamiento de cocaína: la hoja de coca. Dada la gran cantidad de recursos invertidos en esta estrategia, es de gran importancia evaluar sus resultados directos (i.e., su capacidad para reducir los cultivos de coca).

Utilizando una base de datos a nivel de grillas de 1km x 1km que contiene información sobre el número de hectáreas cultivadas, el número de hectáreas asperjadas y el número de hectáreas erradicadas manualmente, este trabajo utiliza un experimento natural inducido por un compromiso diplomático del gobierno colombiano de detener las campañas de aspersión aérea en una franja de 10km dentro de la línea fronteriza con Ecuador (zona de exclusión)

² Se realizó el mismo ejercicio, eliminando de la muestra las grillas que se encontraban en el área mayor a los 8km y menor a los 10km, y se obtuvieron los mismos resultados. Es decir, un coeficiente negativo (-0.222) y estadísticamente significativo al 1%.

Cuadro 2. Resultados

	(1)	(2)	(3)
Variables	Tratamiento: 0-10km Control: 10-20km. Cultivos coca	Tratamiento: 0-9km. Control: 9-20km Cultivos coca	Tratamiento: 0-9km Control: 10-20km Cultivos coca
cercanía_grillas_post	0.868*** (0.217)	-0.215** (0.103)	-0.233** (0.106)
año_02	-2.841*** (0.0799)	-2.841*** (0.0799)	-2.844*** (0.0818)
año_03	-3.806*** (0.0799)	-3.806*** (0.0799)	-3.797*** (0.0818)
año_08	-3.459*** (0.0809)	-3.293*** (0.0969)	-3.275*** (0.101)
año_09	-3.960*** (0.0809)	-3.793*** (0.0969)	-3.772*** (0.101)
Constante	4.819*** (0.0565)	4.819*** (0.0565)	4.810*** (0.0578)
Observaciones	22.640	22.640	21.490
Número de grillas	4.528	4.528	4.298
R-cuadrado	0.154	0.153	0.154

Errores estándar en paréntesis. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Efectos fijos por grilla incluidos.

Fuente: cálculos propios con base en UNODC.

Cuadro 3. Resultados incluyendo erradicación manual

	(1)	(2)
Variables	Tratamiento: 0-9 Km. Km. Control: 11-20 Km Cultivos coca	Tratamiento: 0-9 Km. Control: 12-20 Cultivos coca
Cercanía grillas_post	-0.212** (0.0998)	-0.216** (0.105)
erradicacion_manual	-0.0730*** (0.00749)	-0.0767*** (0.00776)
año_02	-2.832*** (0.0801)	-2.855*** (0.0829)
año_03	-3.788*** (0.0801)	-3.789*** (0.0829)
año_04	-3.867*** (0.0801)	-3.855*** (0.0829)
año_08	-2.952*** (0.104)	-2.932*** (0.110)
año_09	-3.691*** (0.0993)	-3.684*** (0.105)
Constante	4.806*** (0.0567)	4.817*** (0.0586)
Observaciones	24,498	23,268
Número de grillas	4,083	3,878
R-cuadrado	0.151	0.149

Errores estándar en paréntesis. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Efectos fijos por grilla incluidos.

Fuente: cálculos propios con base en UNODC.

a partir de 2006. A pesar de que por motivos diplomáticos este compromiso no se cumplió estrictamente en 2006, sí se hizo a partir de 2008. Este cambio exógeno en la política de aspersión aérea de cultivos ilícitos, además de la riqueza de los datos disponibles, nos permite identificar de manera precisa el impacto causal de la aspersión aérea sobre los cultivos de coca.

Nuestros resultados indican de manera bastante consistente que la *menor* aspersión de cultivos de coca en la zona de exclusión llevó a un *menor* nivel de cultivos de coca. De acuerdo con nuestras estimaciones, una grilla promedio perteneciente a la zona de exclusión tenía en promedio entre 0.2 y 0.4 *menos* hectáreas de coca que la zona en donde continuó la aspersión. Estos resultados, además de ser robustos a diferentes definiciones de la zona estricta de exclusión y al controlar por el número de hectáreas erradicadas

manualmente, son consistentes con un modelo en el cual los cultivadores de coca deciden sembrar más coca cuando el riesgo de pérdida, producto de las campañas de erradicación aérea, aumenta.

En una encuesta de producción y rendimiento (2004 - 2005) realizada en forma conjunta por la UNODC y la Dirección Nacional de Estupefacientes (DNE) a 1.389 cultivadores de coca en Colombia, se muestra que la mayor causa de pérdida de cosecha en 2005 fue la aspersión aérea, con un 48% del total nacional en las regiones estudiadas. Sin embargo, estos mismos cultivadores han venido desarrollando una serie de comportamientos estratégicos que contrarrestan el impacto de las aspersiones sobre los cultivos de coca. Entre estas respuestas estratégicas se encuentran la protección del cultivo mediante siembras intercaladas con cultivos como plátano y

palma o cultivos bajo el bosque; el aislamiento del cultivo mediante la realización de cosechas totales para que no entren en contacto con el glifosato; la aplicación de sustancias como melazas o jabón o el lavado de las hojas mediante riego intensivo con el fin de prevenir que el componente activo del herbicida penetre las hojas y las destruya; la alta rotación de las parcelas que pertenecen a una unidad productiva, con lo cual aumenta la cantidad de lotes y disminuye su tamaño, para reducir la capacidad de la aspersión para alcanzarlos. Todas estas respuestas estratégicas tienen como objetivo mantener (o aumentar, dado el incremento del riesgo) los niveles de cultivos necesarios para garantizar un ingreso necesario para un nivel de consumo de subsistencia³ (ver UNODC & DNE, 2006).

Los resultados de este trabajo deben entonces entenderse como el efecto *neto* de las campañas de aspersión aérea

sobre la presencia de cultivos ilícitos. Es decir, el efecto de la aspersión una vez se tienen en cuenta las respuestas estratégicas de los cultivadores ante una mayor (o menor) intensidad de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos.

En términos de las recomendaciones de política que se derivan de este trabajo, es claro que las campañas de aspersión aérea, además de generar múltiples efectos colaterales negativos⁴, no han tenido los efectos esperados en términos de la reducción de los cultivos ilícitos. Con esto, el gobierno colombiano debería replantear la estrategia anti-narcóticos, reduciendo al máximo el uso de las campañas de aspersión aérea de cultivos ilícitos y reservándola sólo a aquellas situaciones extremas en las cuales sea muy claro que esta estrategia va a generar reducciones netas de los cultivos ilícitos causando los menores daños colaterales posibles. 

³ Según la UNODC y el DNE (2006), “en décadas pasadas se cultivaban lotes de gran tamaño a los cuales se les denominaba cultivos de tipo industrial (se encontraron lotes hasta de 100Has.) El promedio del tamaño de los lotes pasó de 2.3Has. en 1999 a 1.4 Has. en 2004 y a 1.13Has. en 2005”.

⁴ Entre otros, la afectación de la población en zonas aisladas que no cuentan con mayor presencia del Estado; el desplazamiento de los cultivos y como consecuencia mayor deforestación; los posibles daños en el medio ambiente producto del uso intensivo de herbicidas; y los roces diplomáticos que se generan con países vecinos que no comparten el uso de esta estrategia antinarcóticos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Cabra M. y D. Mejía (2011), “Impacto causal del programa de aspersión aérea sobre los cultivos ilícitos en la frontera colombo-ecuatoriana”, Mimeo, Universidad de los Andes.
- UNODC y DNE (2006), “Características agroalimentarias de los cultivos de coca en Colombia”.
- UNODC (2010), “Colombia, Monitoreo de cultivos de coca 2009”.

El límite a las tasas de interés hipotecarias y la competencia bancaria *

La Junta Directiva del Banco de la República (BR), en su sesión del 30 de abril de 2012, redujo la tasa de interés hipotecaria máxima de niveles del 12.7% (la cual estaba vigente desde el año 2006) al 12.4% efectivo anual, aplicable a créditos para vivienda individual y a operaciones de *leasing* habitacional (tipo No-VIS). Para los créditos destinados a la financiación de vivienda de interés social (VIS), la tasa máxima remuneratoria se redujo del 11% (también vigente desde 2006) al 10.7% efectivo anual.

Ajustes en esta dirección eran de esperarse, dada la tendencia descendente en las tasas de interés en términos reales, resultantes, a su vez, de una repo-central con tendencia bajista durante 2006-2012. Estos movimientos ocurren en momentos en que la calidad de dicha cartera ha continuado corrigiendo a la baja. En efecto, la cartera morosa hipotecaria pasó del 5% durante 2003-2006 al 2.5% en 2010-2012 (ver gráfico 1), cifras muy alentadoras frente al 25%

Gráfico 1. Cartera hipotecaria: indicador de calidad tradicional (% , cartera vencida/cartera total)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

observado en lo peor de la crisis hipotecaria 1998-2002.

A raíz de la crisis del sector hipotecario, la Corte Constitucional-CC (C-955 de 2000) le ordenó a la Junta Directiva del Banco de la República fijar el límite superior a las tasas hipotecarias en Colombia. La Corte de ese período estimó conveniente establecer dichos límites, pensando que la mejor forma de promover la vivienda “digna” era a través del control de precios (ver Anif, 2011, *El crédito hipotecario en Colombia...*, <http://anif.co/sites/default/>

files/uploads/Anif-BID0511.pdf). Dicho de otra manera, la CC se amparó en el derecho fundamental a la llamada “vivienda digna” para ordenar que los créditos hipotecarios (de cualquier tipo) fueran los más baratos del mercado. Más aun, para el caso de Vivienda de Interés Social (VIS), la CC ordenó que sus tasas de interés tendrían que ser más bajas que para la No-VIS.

Antecedentes

En diciembre de 2000, el BR procedió a realizar los estudios del caso con base en las tasas certificadas por la Superbancaria (ahora Superfinanciera) y concluyó que las tasas límite para el mercado hipotecario colombiano serían (hasta nueva orden): 13.9% (efectivo anual) para la No-VIS y 11% para la VIS. Durante el período 2001-2005 estuvieron vigentes dichas tasas y el sistema

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1147 del 6 de noviembre de 2012.

bancario tuvo que acomodarse a ellas. No es difícil inferir que lo que se dio fue una típica “restricción de crédito” en los casos en que, a esos niveles de tasas de interés, la “utilidad esperada” resultaba inadecuada frente a los riesgos de financiar vivienda a largo plazo (ahora tratando de extender el plazo del tradicional 10-15 años hasta los 30 años que habilitaba la Ley 546 de 1999). Hacia finales de 2006, el BR evaluó que era un momento adecuado para revisar los límites. Tras recibir certificación de la Superfinanciera y realizar sus análisis, el BR asignó como nuevo límite hipotecario la tasa de interés del 12.7% para la vivienda No-VIS y mantuvo en un 11% la de vivienda VIS. Infortunadamente, el BR conceptuó (por mayoría) que dicha tasa debía arrastrar a la baja todos aquellos créditos que estuvieran a ese momento desbordando ese cobro del 12.7% (Resolución Externa 8 de 2006) y no simplemente que esa tasa empezaría a regir para los nuevos créditos contratados a partir de allí. Lástima que la mayoría de la Junta Directiva del BR de ese entonces no hubiera entendido que la razón jurídica para aplicar ese nuevo techo “en el margen” (sólo a las nuevas contrataciones) descansa en el principio de que los

“El comportamiento histórico de las tasas de interés hipotecarias no parecería que hubiera sido una limitante para el dinámico mercado hipotecario de Colombia, al menos a nivel agregado. Puede ser, sin embargo, que para diferentes niveles de riesgo, dichas tasas hubieran resultado limitantes.”

créditos hipotecarios, históricamente hablando, parten de un acuerdo mutuo y previo sobre la vigencia de tasa de interés a lo largo de la vida de ese crédito hipotecario (ver *Informe Semanal No. 848* de agosto de 2006). Además, el consumidor ha tenido desde entonces la opción de prepago sin sanción, el cual sólo recientemente se extendió a otros créditos (Ley 1555 de 2012). Aunque probablemente fueron pocos los créditos que sufrieron ajustes a la baja en ese momento, esta disposición de “arrastrar sobre el stock”, que produjo esta interpretación del BR, constituye otra fuente de incertidumbre jurídica en Colombia. Pues bien, seis años más tarde, el BR ha afectado nuevamente a la baja dicho techo, fijándolo ahora en un 12.4% real

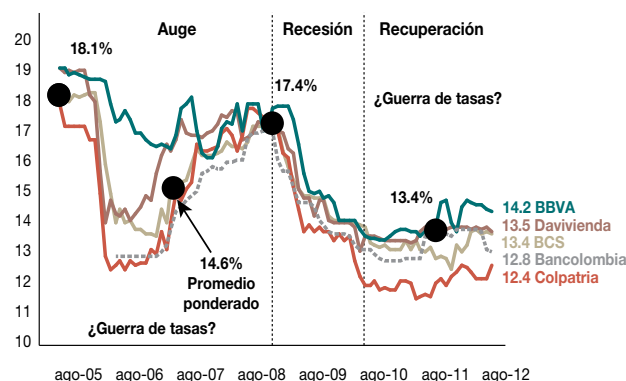
(reducción de 30pbs) para créditos de vivienda No-VIS y en un 10.7% real (reducción de 30pbs) para la vivienda VIS. Como ya comentamos, estas nuevas tasas arrastrarán a la baja todos los créditos existentes que estén por encima de dichas tasas.

Evolución de las tasas hipotecarias y competencia bancaria

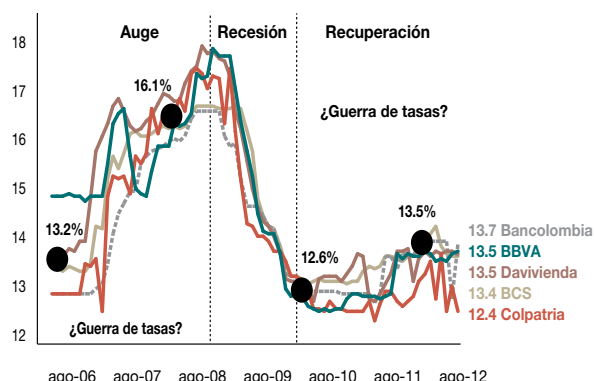
El gráfico 2 ilustra cómo se ha presentado un descenso en las tasas de interés de los préstamos para adquisición de vivienda No-VIS y VIS (en pesos), en gran medida inducido por la gran competencia al interior del sector financiero. De hecho, esa “guerra de tasas hipotecarias” las ha llevado por

Gráfico 2.

Tasas de interés de vivienda No-VIS en pesos por entidades bancarias (% E.A)



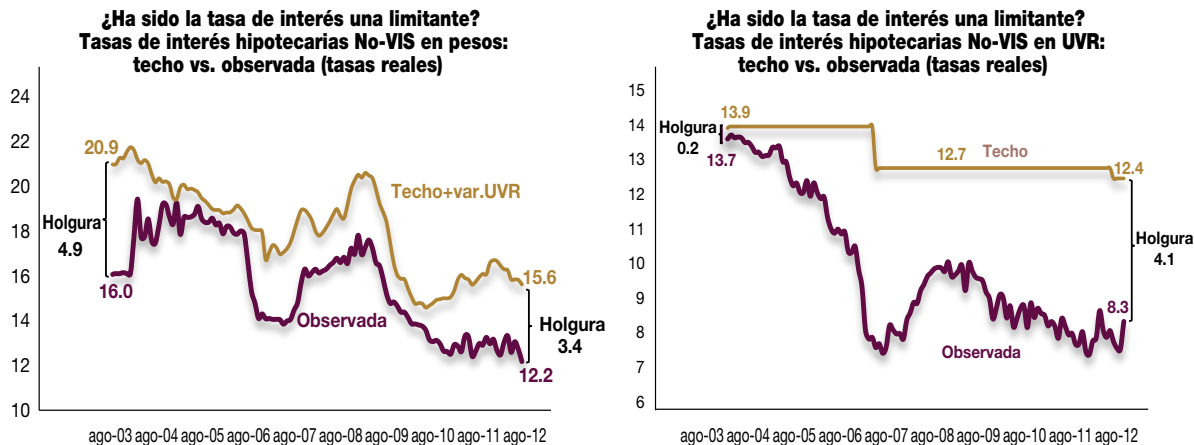
Tasas de interés de vivienda VIS en pesos por entidades bancarias* (% E.A)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

* Los datos agregados para tasas en pesos para vivienda VIS se encuentran desde el año 2006.

Gráfico 3.



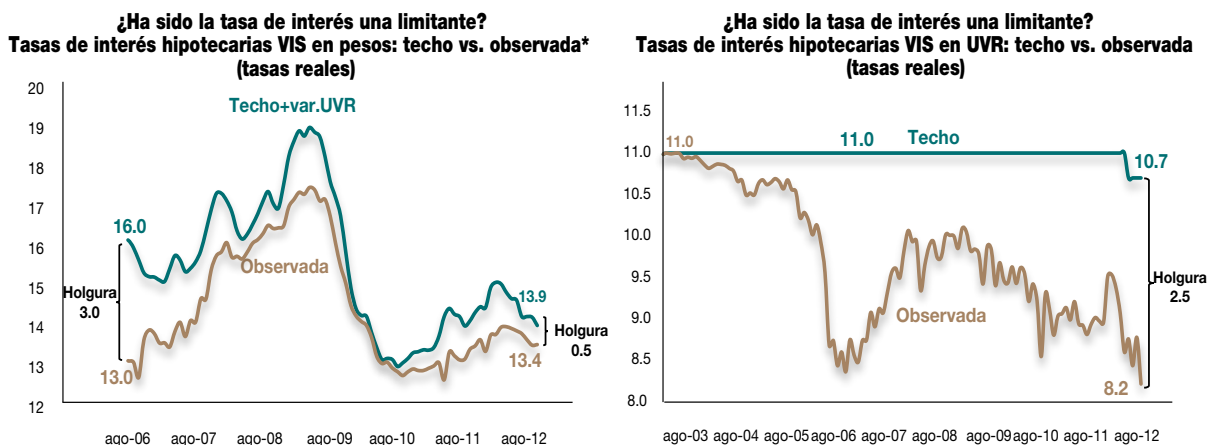
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

debajo del techo establecido por el BR, haciendo que dicho techo, por el momento, no sea una limitante al desempeño propio del mercado. Cabe señalar que, bajo la Resolución Externa No. 3 de 2012, se hace explícito que el límite máximo a las tasas de interés de crédito en pesos es del 12.4%/10.7% efectivo anual (No-VIS/VIS) + variación de la UVR de los últimos doce meses, lo cual permite calcular de manera más clara y precisa la holgura entre la tasa observada y dicho techo. En el caso de los créditos No-VIS en pesos, la tasa de interés había descendido más de 400 puntos básicos hasta

alcanzar un promedio del 14.6% real a agosto de 2006, bastante por debajo del límite del 17.9% establecido por el BR, resultante de: 13.9%+4.0% var. anual de la UVR. Desde mediados del año 2009, las tasas de interés hipotecarias han exhibido un comportamiento descendente que se ha mantenido hasta la fecha. Cabe resaltar que las tasas para los créditos No-VIS (en pesos) se encuentran en uno de sus puntos históricos más bajos. En efecto, al corte de agosto de 2012, la tasa promedio era del 13.3% efectivo anual frente al nuevo techo del BR, equivalente al 15.6%

efectivo anual (12.4% + var. anual de la UVR). Esto arroja una holgura de las tasas de mercado de más de 200 puntos básicos frente a dicho techo (ver gráfico 3). En el caso de los créditos en UVR, la holgura se ha ido ampliando. Mientras que en 2003 la brecha entre el techo (13.9%) y la tasa observada (13.7%) era de sólo 0.2 puntos porcentuales (pps), tres años después, y bajo un nuevo techo (12.7%), la holgura se ha elevado a 500 puntos básicos (7.5% efectivo anual). Hoy con un límite del 12.4% real, el espacio sigue siendo amplio, dando un margen de 400

Gráfico 4.



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

* Los datos agregados para tasas en pesos para vivienda VIS se encuentran desde el año 2006.

puntos básicos, producto de un mercado bancario dinámico y competido que ha beneficiado al consumidor.

Entre tanto, para los créditos de vivienda VIS en pesos, se observa que la holgura por períodos prolongados tiende a ser reducida, fenómeno que se deriva de la Sentencia C-955 de 2000, donde se especifica que la tasa para vivienda VIS debe ser la más baja del mercado. En el período 2001-2011, el límite se mantuvo en el 11% efectivo anual + var. anual de la UVR. En el año 2006, la holgura alcanzó su mayor amplitud siendo cercana a los 300 puntos básicos. A partir de allí, la brecha ha sido (en promedio) menor a los 100 puntos básicos. Bajo la nueva resolución, dicha tasa descendió al 10.7% efectivo anual + var. anual de la UVR, lo cual arroja, al corte de agosto, una estrecha holgura de sólo 0.5pps, ver gráfico 4.

Por el lado de la financiación a través de la UVR para vivienda VIS, la holgura era nula en el año 2003. Sin embargo, ésta ha ido ampliándose en los años siguientes. Para el año 2006, la holgura registrada fue de 2.6pps (bajo un techo del 11%) y, a la fecha, ésta es de 2.5pps (bajo un nuevo techo del 10.7%).

Conclusiones

El comportamiento histórico de las tasas de interés hipotecarias (independientemente de su modalidad) no parecería que hubiera sido una limitante para el dinámico mercado hipotecario de Colombia, al menos a nivel agregado. Puede ser, sin embargo, que para diferentes niveles de riesgo (según prestatario), dichas tasas hubieran resultado limitantes y de allí que parte de la explicación de una ausencia de repunte en los créditos hipotecarios, especialmente durante 2003-2007, provenga de haber adoptado ese esquema de tasas tope. Más aun, la propia dinámica competitiva del mercado hipotecario ha inducido ciclos de bajas adicionales, por ejemplo en abril de 2006, en julio de 2009 y, nuevamente, en abril de 2011. Es claro que actualmente prevalece la “guerra de tasas” al interior del mercado bancario, con evidentes beneficios para el consumidor hipotecario.

Nuestros resultados indican que la estrategia de mercado es tipo “*follow the leader*”. De hecho, en el mercado hipotecario lo que se ha visto intuitivamente es que a veces uno grande (Bancolombia) y en otras ocasiones uno pequeño (Colpatria) han sido generadores de dicha estrategia. Estos resultados, más que colusión, lo que evidencian es una competencia por mantener la participación en el mercado (*market share*), en este caso hipotecario.

Recientemente, el BR ha iniciado una política contracíclica buscando mayor laxitud monetaria, reduciendo su tasa repo en 50pbs. Ello en respuesta a la crisis de la Zona Euro y su evidente contagio sobre Estados Unidos y el mundo emergente, incluyendo ahora a China e India con desaceleración hacia el 7% y en América Latina hacia el 3.5%. Ello, sumado al progresivo enfriamiento crediticio y a la convergencia inflacionaria, podría abrir un espacio para recortes adicionales en los próximos meses. Lo que se esperaría en medio de este escenario es que el mercado transmita esa baja, manteniendo viva la “guerra de tasas hipotecarias”. 



ASTRID & GASTÓN
cocina peruana



Dirección: Carrera 7 N° 67-64, Bogotá - Colombia

E-mail: reservas@astridygastonbogota.com

Sitio: www.astridygastonbogota.com

Teléfonos: +(571) 211-1400

El Banco de la República, su independencia y los ajustes institucionales *

En septiembre de 2012, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) anunció que había reelegido por otros cuatro años (2013-2016), y siendo su tercer y último período, a su gerente general (José Darío Uribe). Las cifras monetarias-crediticias-cambiarias del período 2009-2011 hablan por sí solas sobre la sabiduría institucional de dicha reelección. En efecto, Colombia ha logrado entrar con éxito en la senda de la inflación baja y estable de largo plazo, en el rango 2%-4%, se ha ido acoplado a un manejo integral monetario-financiero bajo el esquema que Anif ha denominado Inflación Objetivo-Comprensiva (IO-C) y, además, mantiene un sólido esquema de flotación cambiaria.

El paso siguiente en materia de decisiones institucionales del BR tiene que ver con la sustitución de dos de sus cinco codirectores en los inicios de 2013. En esta ocasión les corresponde salir a los codirectores Tenjo y Echavarría por cumplimiento de sus períodos (institucionales) de un máximo de 12 años; ellos también desempeñaron valiosas funciones durante la consolidación institucional del BR, por lo cual todo el país debería estarles agradecido. En esta ocasión daremos algunas directrices sobre los “considerandos” que debería tener el gobierno a la hora de postular sus reemplazos en la JDBR.

La saliente JDBR del período 2011-2012

El cuadro 1 muestra nuestro balance de la JDBR del período 2011-2012 en diferentes aspectos. Tal vez el aspecto más valioso ha sido su viraje hacia una JD más ortodoxa en sus

* Corresponde al *Informe Semanal*. No. 1146 del 29 de octubre de 2012.



“ Durante el período 2009-2010, el BR fue exitoso en conducir una acertada política anticíclica a través de: i) estimular la demanda agregada en medio de la crisis internacional, al reducir su tasa repo del 10% a tan sólo el 3%; y ii) retomando el freno monetario y crediticio al elevarla nuevamente hacia el 5.25% a comienzos de 2012. ”

aspectos monetarios (con un balance de 5 vs. 2 heterodoxos), después de haber prevalecido algo de heterodoxia monetaria (4 vs. 3 ortodoxos) durante el convulsionado período de 2005-2008. Cabe recordar que en este último período no sólo se perdieron las metas de inflación en dos ocasiones, sino que se recurrió a excesivas intervenciones cambiarias, generándose innecesarias debilidades institucionales frente al Ejecutivo (ver *Informe Semanal* No. 953 de noviembre de 2008).

Durante el período 2009-2010, el BR fue exitoso en conducir una acertada política anticíclica a través de: i) estimular la demanda agregada en medio de la crisis internacional, al reducir su tasa repo del 10% a tan sólo el 3%;

y ii) retomando el freno monetario y crediticio al elevarla nuevamente hacia el 5.25% a comienzos de 2012, en momentos en que había claras señales de “recalentamiento”, tras el crecimiento de casi un 6% en 2011. Más recientemente, el BR ha sabido interpretar bien los puntos de giro del volátil ciclo económico, moviéndose prontamente a recortar la repo hacia el 4.75% durante julio-agosto de 2012 y manteniendo, por el momento, un prudente compás de espera, en medio de señales de desaceleración local e internacional. Tal vez en donde la JDBR aún tiene espacio para moverse más ágilmente (cuando corresponda, ahora no lo amerita) es en el campo de las

Cuadro 1. Balance de la Junta Directiva del Banco de la República 2011-2012

	1999-2000	2001-2002	2003-2004	2005-2008	2009 y 2010	2011 y 2012	Prom. 1999-2012
Gobierno:	Conservador	Conservador	Indep.	Indep.	Indep.	Indep.	
Inclinación:							
Ortodoxa	5	6	3	3	4	5	62%
Heterodoxa	2	1	4	4	3	2	38%
Partidista:							
Liberal	3	2	2	4	3	3	40%
Conservador	2	3	3	1	1	2	29%
Independiente	2	2	2	2	3	2	31%
Regional:							
Costa	2	1	1	0	0	0	10%
Centro	4	6	5	5	5	6	74%
Oriente	1	0	0	0	0	0	2%
Occidente	0	0	1	2	2	1	14%
Género:							
Mujer	0	0	0	0	0	0	0%
Hombre	7	7	7	7	7	7	100%
Univ. Pregrado:							
Pública	3	1	1	2	2	2	26%
Privada	4	6	6	5	5	5	74%
Procedencia:							
Pública	6	6	6	6	5	4	79%
Privada	1	1	1	1	2	3	21%
Edad Prom. (años)	51	50	49	52	54	57	52
Estud. Doctor. (%)	29	43	71	43	43	57	48

Fuente: elaboración Anif.

políticas macroprudenciales en lo relativo al crédito, complementando lo hecho acertadamente por la Superfinanciera (SF), y en el frente cambiario, adoptando (sin temor) controles de capital sobre los flujos especulativos de corto plazo (tal como lo estipula el propio TLC con Estados Unidos).

La saliente JDBR tiene una mayoría asociada al partido conservador, mientras que el partido liberal mantiene su participación histórica promedio (ver cuadro 1). La concentración regional se ha volcado sobre la zona central y sólo se mantiene una participación regional por cuenta de la zona occidental. A nivel de género, se mantiene la mala práctica de la última década de cero participación femenina en la JDBR. En materia educativa, prevalecen los miembros con estudios de pregrado en universidades privadas frente a las públicas y se ha elevado del 43% al 57% la porción de quienes tienen un título de doctorado. De la misma manera, continuó dominando la procedencia pública de los codirectores (4) frente a la procedencia del sector privado (3). Finalmente, se destaca el aumento de la edad promedio de los codirectores, pasando de 54 a 57 años, luego es claro que allí debe continuar llegando gente experimentada en estos campos de la banca central.

El ciclo político de la JDBR

Es importante tener en cuenta que *de facto* y a nivel internacional se presenta una especie de “ciclo político” al interior de los bancos centrales, dependiendo de quién nombra a dichos codirectores y quién al gerente general (ver *Informe Semanal* No. 842 de julio de 2006).

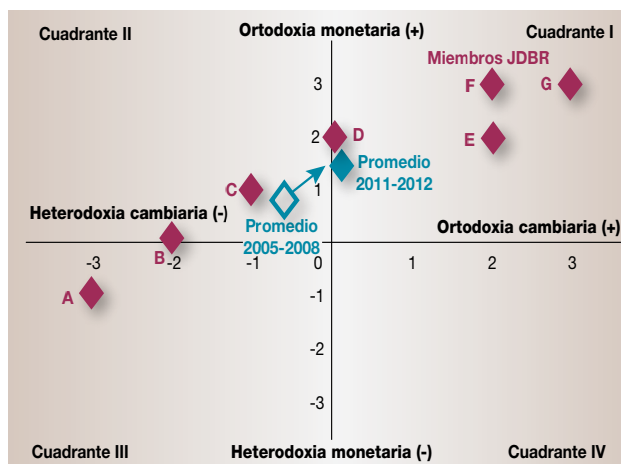
“En términos generales, puede afirmarse que, durante 2011-2012, prevaleció una visión ortodoxa de la política monetaria al interior de la JDBR, logrando anclar la inflación cerca de sus valores de largo plazo (2%-4%).”

El gráfico 1 presenta un “mapeo” de la saliente JDBR, según hemos descrito sus preferencias en materia de política monetaria y cambiaria durante el período 2011-2012. Allí se observa que

En términos generales, puede afirmarse que, durante 2011-2012, prevaleció una visión ortodoxa de la política monetaria al interior de la JDBR, logrando anclar la inflación cerca de sus valores de largo plazo (2%-4%). En lo cambiario, la JDBR también se movió hacia la ortodoxia, comparado con la evidente heterodoxia del período 2005-2008 (cuando se “ofrecieron supuestos excesos de RIN” y “defensas de pisos cambiarios”). En el período 2010-2012, la práctica de las intervenciones cambiarias se ha limitado a compras diarias de al menos US\$20 millones, las cuales se han extendido repetidamente, y ahora irán hasta marzo de 2013, pero sin comprometer la programación monetaria. Cabe aclarar que el propio concepto de “ortodoxia” es dinámico, pues hoy en día permite incluir allí las prácticas de intervenciones cambiarias-controles de capital y las medidas macroprudenciales, según el propio FMI (2011, “*Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Frameworks*”). En ausencia de una nueva reelección presidencial para el período 2014-2018, se esperaría que la posición de la JDBR cumpliera su ciclo natural, continuando su movimiento gradual hacia el cuadrante I de ortodoxia monetaria-cambiaria, a

medida que los miembros nombrados por el presidente saliente reorientan su “lealtad” hacia el mandato del Banco Central (gráfico 2). Así ha venido ocurriendo en Estados Unidos durante los turbulentos cambios de Volcker-Greenspan-Bernanke. Sin embargo, la diferencia radica en que allí los mandatos de dichos “gobernadores” son de entrada de catorce años y, además, sus nombramientos tienen el carácter

Gráfico 1. Composición de la Junta Directiva del Banco de la República - Ortodoxia vs. heterodoxia



Fuente: elaboración Anif.

cuatro de los miembros de la Junta se inclinaron, la mayoría de las veces, por aplicar ortodoxia en materia monetaria y cambiaria (cuadrante I). De los restantes, dos miembros se inclinaron hacia la ortodoxia en materia monetaria, pero dieron visos de practicar la heterodoxia cambiaria (cuadrante II). Finalmente, un miembro se ubica en el cuadrante de la heterodoxia cambiaria y monetaria (cuadrante III).

de una “silla personal”. Esto precisamente para enfrentar el hecho de que la reelección presidencial tiende a ser la norma política en Estados Unidos.

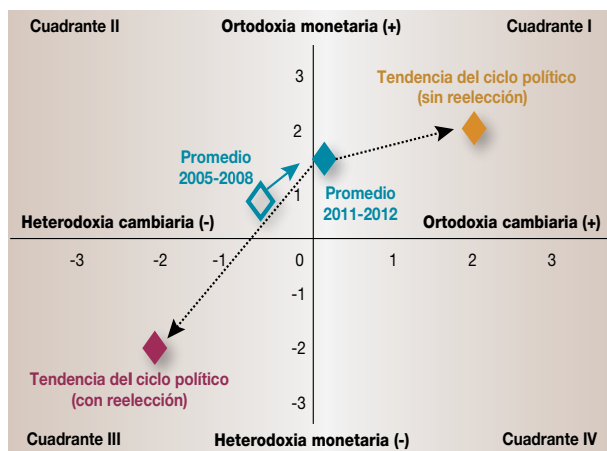
Sin embargo, la reelección presidencial en Colombia ha alterado completamente este escenario de “convergencia natural” hacia la lealtad con el Banco Central. Así, en una eventual Administración Santos II, la nueva JDBR estaría llamada a lograr que prime la lealtad hacia el mandato constitucional de controlar la inflación y la flotación cambiaria, antes que las lealtades con el Ejecutivo. De no ser así, al perderse el ciclo natural de convergencia hacia la lealtad con el Banco Central, la fuerza decisiva se estaría desplazando del cuadrante I (escenario sin reelección) hacia el cuadrante III (donde tienden a dominar las fuerzas del Ejecutivo).

Conclusiones

Siguiendo la tendencia internacional, la Constitución de 1991 le otorgó al BR como su principal responsabilidad la preservación de la estabilidad de precios. Posteriormente, la Corte Constitucional aclaró que se trataba de un mandato “jerárquico” que buscaba disminuir la inflación, pero en el contexto de programas de gobierno que pretendían, a su vez, maximizar la generación de empleo (de forma similar a como quedó el mandato de la Fed a partir de 1951).

Para ello, se estableció el BR como una entidad independiente de los tres poderes públicos, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica. Adicionalmente, se le prohibió realizar operaciones directas de financiación al gobierno, a menos que contara con el voto unánime de la JDBR, compuesta por siete miembros: el Ministro de Hacienda, cinco codirectores y el gerente general,

Gráfico 2. Tendencia del ciclo político en el Banco de la República



Fuente: elaboración Anif.

“ Con el objetivo de salvaguardar la independencia del BR frente al Ejecutivo, la Constitución estableció que el gerente y los cinco codirectores permanecerían durante períodos de cuatro años, prorrogables hasta completar servicios por un máximo de doce años. Infortunadamente, la reelección inmediata rompió este equilibrio. ”

nombrado por dicha Junta. Hasta la fecha, dicha financiación directa al gobierno no ha ocurrido desde que se le otorgó independencia a dicha JD, según Ley 31 de 1992.

Con el objetivo de salvaguardar la independencia del BR frente al Ejecutivo, la Constitución estableció que el gerente y los cinco codirectores permanecerían durante períodos de cuatro años, prorrogables hasta completar servicios

por un máximo de doce años. Infortunadamente, la reelección inmediata rompió este equilibrio de “balances y contrapesos”. ¿Qué queda entonces por hacer para defender la autonomía técnica de la JDBR? Anif considera que deben seguirse varios pasos cruciales para preservar dicha independencia. En primer término, la sociedad civil debe estar en guardia para lograr que el Ejecutivo nombre en la JDBR personas que:

a) tengan el conocimiento técnico sobre el manejo monetario, cambiario y financiero; y b) sean personas maduras y curtidas en estos frentes, para evitar que cedan ante las presiones del Ejecutivo, que no siempre ha estado en la tónica de lograr una inflación baja y estable. Durante Uribe-II se corrió el peligro de llevar a representantes del gremio ganadero a la JDBR, pero el monitoreo de la sociedad civil sirvió para disuadir semejante despropósito.

Finalmente, le queda a la JDBR seguir ahondando en el esquema de IO-C, acompañando a la SF en la vigilancia del apalancamiento de la economía y evitando la formación de “burbujas mutantes”. Ello con miras a no cometer los errores del mundo desarrollado, en donde los excesos de liquidez de la era Greenspan, unidos al *savings glut* de China, fondearon dichas burbujas que aun después de cinco años siguen haciendo estragos. ANIF



La Regla Fiscal: ‘Cláusulas de oro’ para financiar la infraestructura *

Hace cerca de un año, el Congreso de la República aprobó la Regla Fiscal mediante la Ley 1473 de 2011. Dicha regla sienta las bases institucionales para garantizar el ordenamiento fiscal del país, suavizar el consumo público y así contribuir al mayor crecimiento sostenible y la estabilidad macroeconómica.

La experiencia histórica nos recuerda que dicha regla no es condición suficiente para alcanzar estos objetivos (basta mirar la actual crisis fiscal de la Zona Euro), pues en ausencia de voluntad política se usará “contabilidad creativa” para eludirla. Por esta razón, Anif evaluó recientemente la “calidad legislativa” de la Administración Santos en este frente y concluyó que hubiese sido preferible anteceder dicha regla con una serie de ajustes fiscales estructurales, buscando un incremento del 1%-2% del PIB en el recaudo tributario. Sólo de esta manera se podrán encarar las grandes presiones fiscales provenientes de obligaciones en salud, pensiones y, por supuesto, las necesidades de inversión en infraestructura (ver *Informe Sema-*



nal No. 1136 de agosto de 2012). De hecho, la literatura económica reciente está plagada de ejemplos sobre las llamadas “reglas de oro” a la hora de excluir de las reglas fiscales dichos gastos en infraestructura, ver Ter-Minassian (2011); Carranza *et al.* (2011) y Clavijo (2011).

Es bien sabido que la falta de adecuada infraestructura es el talón de Aquiles de nuestra economía y ello se hará más notorio en presencia de los diversos TLCs que han entrado en vigencia. Si Colombia, de forma miope, ignora dicha “regla de oro” y entorpece el financiamiento público de las grandes inversiones que deben acometerse en el período 2012-2020, a razón de un 2% del PIB adicional por año, entonces

el país corre el riesgo de no ser capaz de sostener siquiera su pobre crecimiento histórico del 4.5% en promedio anual. Como veremos, nuestra recomendación es que Colombia migre *de facto* hacia un modelo como el de Brasil, donde se excluyen los gastos de capital de dicha Regla Fiscal.

Tipos de reglas fiscales

Schaechter *et al.* (2012) han clasificado los diversos tipos de reglas fiscales en función de sus variables-objetivo, a saber: deuda, balance presupuestal, balance presupuestal estructural, gastos o ingresos, ver cuadro 1.

1. Reglas sobre la deuda pública:

éstas establecen un límite a la relación deuda-PIB, buscando convergencia hacia un nivel-objetivo, lo cual facilita su monitoreo. No obstante, este tipo de regla tiende a ser procíclica, restringiendo su función estabilizadora. Su orientación operacional no es clara en el corto plazo, pues la afectación

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1144 del 16 de octubre de 2012.

del endeudamiento presenta grandes rezagos y allí juegan diversos factores exógenos al gobierno, como el tipo de cambio o la tasa de interés.

2. Reglas sobre el balance presupuestal: fijan límites a la diferencia entre los ingresos y gastos públicos, lo cual contribuye a la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, restringen la función estabilizadora de la política fiscal y sus objetivos pueden verse vulnerados por factores exógenos al gobierno, como choques económicos adversos.

3. Reglas sobre el balance presupuestal estructural: promueven la sostenibilidad de la deuda y permiten que la política fiscal tenga una función estabilizadora (contracíclica). Estas reglas contemplan eventos excepcionales o temporales, pero sólo los identificados *a priori*, precisamente para evitar su uso discrecional. Aunque tratan de ajustar por el ciclo económico vía “brecha del Producto”, como lo contempla la Ley 1473 de 2011, su aplicación encierra un alto componente discrecional y ello dificulta su monitoreo.

4. Reglas sobre los gastos: éstas fijan límites, en términos absolutos o relativos, a los gastos totales, primarios o corrientes. Permiten que la política

fiscal actúe de manera contracíclica, controlan la cantidad de recursos utilizada por el gobierno y son relativamente fáciles de monitorear. Sin embargo, no están vinculadas directamente a la sostenibilidad de la deuda, ya que se focalizan sobre los gastos y no afectan los ingresos. El problema con este enfoque es que genera incentivos para la “contabilidad creativa”, buscando cláusulas de escape en rubros de gasto con carácter recurrente.

5. Reglas sobre los ingresos: suelen fijar “techos” o “pisos” referidos a los ingresos y/o prevenir excesivas cargas tributarias. Permiten mejorar la administración de los ingresos, ejercen control sobre los recursos utilizados por el gobierno, pero tienden a ser procíclicas. Además, no contemplan el problema de la sostenibilidad de la deuda, pues excluyen los gastos.

La Regla Fiscal adoptada por Colombia es tipo 3, pues se focaliza en el balance estructural del Gobierno Central (GC), donde los ingresos corrientes se ajustan por el ciclo económico y aquellos provenientes del sector petrolero. Los gastos estructurales se particionan entre gasto básico y “nuevo”. En consecuencia, el déficit

estructural corresponde a la diferencia entre dichos ingresos y gastos.

Esa posición fiscal se puede afectar por su componente contracíclico a través de dos vías: 1) diferencias positivas superiores al 2% en el componente de la “brecha del Producto”; y 2) cuando quiera que dicha brecha resulte negativa. La idea es que el componente de gasto contracíclico no supere el 20% de la “brecha del Producto”. Además, el ahorro así generado podrá reversarse en horizontes de dos años, una vez se regrese a los umbrales de largo plazo.

Sin embargo, los ahorros de carácter estructural se llevarán a un Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica, cuyos recursos se usarán para prepagar deuda y/o financiar el gasto contracíclico, ver *Informe Semanal* No. 1086 de agosto de 2011. Para aplicar esta regla de forma exitosa, se requiere que el GC exhiba un déficit estructural no superior al -2.3% del PIB en 2014, al -1.9% del PIB en 2018 y al -1% del PIB en 2022. De allí la insistencia de Anif en las bondades que hubiera tenido la adopción previa de reformas estructurales en materia tributaria, pensional y laboral.

Cuadro 1. Propiedades de los diferentes tipos de reglas fiscales

Variable-objetivo	Argumentos a favor	Argumentos en contra
Deuda pública	Relación directa con la sostenibilidad de la deuda. Fácil divulgación y monitoreo.	Orientación operacional no es clara en el corto plazo. Comportamiento procíclico.
Balance presupuestal	Relación cercana con la sostenibilidad de la deuda. Fácil divulgación y monitoreo.	Comportamiento procíclico. Vulnerabilidad por factores no controlados por el gobierno.
Balance presupuestal estructural	Relación cercana con la sostenibilidad de la deuda. Comportamiento contracíclico. Permite considerar factores temporales y excepcionales.	Requiere ajustes (complejos) por ciclos económicos. Dada su complejidad, difícil divulgación y monitoreo. Necesidad de definir <i>a priori</i> los factores excepcionales y temporales para evitar usos discrecionales.
Gastos	Comportamiento contracíclico. Controla la cantidad de recursos utilizada por el gobierno. Relativamente fácil de divulgar y monitorear.	No tiene relación directa con la sostenibilidad de la deuda. Incentivos a la “contabilidad creativa” cuando aplican sobre gastos específicos.
Ingresos	Controla la cantidad de recursos utilizada por el gobierno. Puede mejorar las políticas de administración de los ingresos.	No tiene relación directa con la sostenibilidad de la deuda. Comportamiento procíclico.

Fuente: elaboración Anif con base en Schaechter *et al.* (2012).

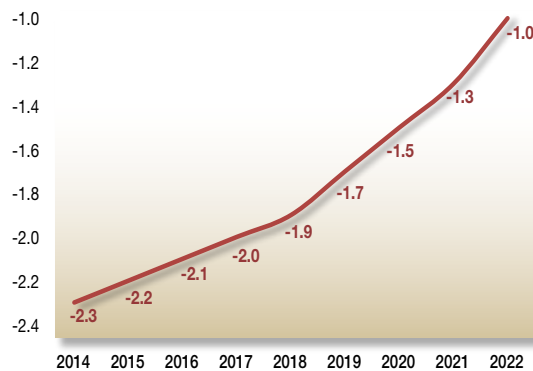
La Regla Fiscal y la infraestructura

Como ya lo comentamos, la carencia de adecuada infraestructura en Colombia ha frenado nuestro crecimiento potencial, haciendo buena parte de la diferencia entre continuar creciendo al lánguido 4.5% anual histórico y el ansiado 6% (por quinquenios). Ello también hace la diferencia entre tener una productividad multifactorial creciendo al histórico 1% o el 2% que nos permitiría encarar mucho mejor los TLCs. De hecho, se le ha recomendado a Colombia que eleve su gasto en infraestructura, durante toda la próxima década y de forma sostenida, del actual 3.2% del PIB hacia no menos del 6% del PIB (ver Moreno, 2011; Fay & Morrison, 2007).

Anif ha encontrado que los proyectos contemplados en el Plan Nacional de Desarrollo y sus actualizaciones requieren una inversión promedio anual del 3.3% del PIB (\$264.8 billones). Un 1.7% del PIB correspondería al sector público y el restante 1.6% del PIB al sector privado. Dicha inversión presenta ciclos marcados: promediaría un 3.7% del PIB por año durante 2012-2013; se elevaría al 3.8% del PIB en 2014-2017; pero, sorpresivamente, se reduciría a sólo un 2.5% del PIB anual durante 2018-2020. Nuestros cálculos indican que la realización de todos estos proyectos estaría añadiendo al déficit del GC un 1.6% del PIB (por año), desbordando entre un 0.6%-0.9% del PIB los déficits contemplados por la Regla Fiscal, particularmente para 2014 y 2018, ver gráfico 1.

¿Cómo podrá entonces el gobierno invertir en dichos proyectos de infraestructura, si la Regla Fiscal le impondrá restricciones para ese financiamiento? Pues bien, la respuesta está en adoptar “una regla de oro” que permita excluir de dicha Regla Fiscal estas inversiones (no recurrentes), en ocasiones incluyendo cláusulas con condicionamiento a tal fin

Gráfico 1. Déficits estructurales requeridos por la Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y MHCP.

(ver Schaechter *et al.*, 2012). De hecho, la experiencia internacional indica que el 20% de los países que tienen reglas fiscales procede de esta manera, donde se destacan Brasil, Ecuador, Hong Kong y Japón.

Estas consideraciones ponen de presente la importancia de no actuar a ciegas frente a las reglas fiscales, siguiendo a veces postulados académicos que ignoran la fase de desarrollo de los diferentes países. Dado el rezago histórico de Colombia en infraestructura y el advenimiento de los TLCs, claramente nuestro país debe moverse en esta dirección de habilitar dichas “reglas de oro” a favor de la infraestructura. No debemos repetir hacia el futuro los sacrificios en inversión de capital observados en América Latina, del orden del 1.5% del PIB durante 1991-2006, inducidos por debilidades fiscales. De allí la importancia de acompañar ese mayor gasto en infraestructura pública con un fortalecimiento tributario (ver Clavijo, 2011).

En virtud de lo anterior, el modelo de regla fiscal adoptado por Colombia debería moverse hacia un esquema como el de Brasil. Allí, la regla fiscal (implementada desde el año 2000 y que aplica sobre la deuda y los gastos) excluye las inversiones de capital, pero sólo en aquellos casos en que la financiación corresponde propiamente a inversión de capital, precisamente para evitar que los gastos recurrentes deterioren el endeudamiento público.

Conclusiones

Hemos visto que recientemente Colombia adoptó una Regla Fiscal tendiente a ganar en estabilidad macroeconómica. Dicha regla induciría una senda decreciente en el déficit estructural del GC a partir de 2014, lo cual probablemente estará implicando grandes sacrificios en materia de inversión en infraestructura. Esto debido a que dicha regla no cuenta con una “cláusula de oro” que permita excluir de allí

los gastos en infraestructura. Esto resultaría fatal para propósitos de lograr la modernización del país, máxime cuando somos uno de los más atrasados en infraestructura y la requerimos urgentemente para encarar los TLCs. Paradójicamente, la propia Administración Santos ha identificado la infraestructura como un sector clave para acelerar el crecimiento y asegurar ganancias en productividad, pero la regla fiscal aprobada parece haberle echado candado a las posibilidades de financiamiento en este frente. De no adoptarse una “regla de oro” que permita acomodar cerca del 1% del PIB adicional por año durante el horizonte 2012-2020, Colombia estaría renunciando a su única ventana en el tiempo para volver una realidad los avances regulatorios que se han alcanzado con buena orientación y que están logrando la ANI (Decreto 4165 de 2011) y la Ley de APPs (Ley 1508 de 2012).

Para superar estos obstáculos, Colombia debería migrar *de facto* hacia un modelo de regla fiscal donde se excluyan los gastos de capital y el endeudamiento quede limitado a la inversión, tal como actualmente se hace en Brasil. Sólo de esta manera, Colombia podrá soñar con acelerar su crecimiento del actual 4.5% anual (por quinquenios) al 6% y encarar las exigencias en competitividad que se derivan de los TLCs que ya han entrado en operación. 



Entrevista a

Mauricio Cárdenas

Ex ministro de Minas y Energía,
y ahora **ministro de Hacienda**

Ministro Cárdenas, bienvenido a Carta Financiera. Usted está en tránsito de la Cartera de Minas a la Cartera de Hacienda. En el Ministerio de Minas estuvo al frente de una de las locomotoras de la Administración Santos. ¿Cuál es su balance luego de los once meses que estuvo al frente de esa cartera en términos del cumplimiento de las metas de producción e inversión para el horizonte 2012-2014, dadas las dificultades para honrar las proyecciones inicialmente propuestas por el gobierno?

Mauricio Cárdenas: Los resultados fueron muy positivos y me siento muy satisfecho de la gestión realizada en el Ministerio de Minas y Energía. Esto porque logramos incrementar mes por mes los niveles de inversión en el sector, logramos aumentar la producción de carbón en el país, y en materia de petróleo, hay que destacar que se avanzó con muchísimo éxito en algo que acaba de concluir, y que fue nuestra actividad central en el Ministerio, que es la ronda de la Agencia Nacional de Hidrocarburos para el año 2012, donde se logró ofertar con muchísimo éxito 113 bloques petroleros.

En materia de producción de petróleo, ésta creció mucho inicialmente, digamos de septiembre de 2011 a enero de 2012. En febrero comenzamos a tener problemas de evacuación del crudo por voladura de oleoductos, febrero y marzo fueron meses regulares y ahora en los últimos meses la producción ha vuelto a aumentar. Yo estoy muy optimista de que antes de terminar el año 2012, tal y como era la promesa, lleguemos al millón de barriles. Vienen unos barriles adicionales en las próximas semanas que nos van a poner muy cerca al millón. Ahora hay algo que tiene más trascendencia y perdura más que las cifras de producción de este último año. Esto es el cambio institucional que se está realizando. Ejemplo de ello es haber reformado las instituciones del sector con la creación de la Agencia Nacional de Minería, el Servicio Geológico Colombiano y el Viceministerio de Mi-

“ Hay algo que tiene más trascendencia y perdura más que las cifras de producción de este último año. Esto es el cambio institucional que se está realizando. Ejemplo de ello es haber reformado las instituciones del sector con la creación de la Agencia Nacional de Minería, el Servicio Geológico Colombiano y el Viceministerio de Minas, entre otros. ”

nas, entre otros. Este nuevo andamiaje institucional es un gran legado porque es algo que va a durar mucho tiempo. En el país estábamos en mora de darle importancia a la minería, de darle una mayor fortaleza institucional. Ahora, otro dato fundamental es el crecimiento del sector desde el punto de vista del Producto. El sector fue el líder en todos los trimestres de los últimos años con el crecimiento más alto. Esto, sin duda alguna, significa que fue el sector que le imprimió mayor dinamismo a la economía. Los últimos datos registran una desaceleración y seguramente el crecimiento del sector minero-energético se va a suavizar en los próximos años. Esto porque veníamos a un ritmo que no es fácil de sostener, con tasas del 15% por año, pero si estamos en un crecimiento del 8%-9%, en todo caso es extraordinario.

C.F.: ¿Cuál será el efecto futuro de los problemas recientes que ha tenido el sector: laborales, voladura de los oleoductos, violencia, e incluso el tema de falta de infraestructura para transportar el propio crudo que se está sacando de los pozos del Meta?

M.C.: Creo que el sector, después de unos años de crecimiento muy acelerado, ha empezado a enfrentar más restricciones. Éstas vienen por el lado de infraestructura, por el lado ambiental, y en temas sociales. Porello, es difícil que el sector, en los próximos años, siga creciendo a tasas del 15% real por año. Pero eso es normal, no creo que sea una mala noticia. Éste es un sector en el que el crecimiento va a ser muy favorable, muy positivo, pero no creo que vayamos a tener tasas de crecimiento del 15%-20% real por año.

C.F.: Ahora en los temas de su nueva Cartera de Hacienda, Anif aplaude que usted haya llegado a darle un viro a la agenda económica del

gobierno y logrado descongelar la agenda legislativa tras el fiasco de la reforma a la Justicia. En esta reforma tributaria hemos aplaudido los esfuerzos por mayor equidad-simplificación, pero criticado el no buscar mayor recaudo dadas las presiones de gasto futuras en materia de seguridad social e infraestructura. ¿Por qué la reforma no busca 1 o 2 puntos del PIB en mayor recaudo, dado el rezago del país en esta materia frente a la región (14% del PIB vs. 17% promedio de América Latina), ampliando la tarifa general del IVA del 16% al 17%?

M.C.: Ésta es una crítica que no me disgusta del todo. Hay críticas que a uno como Ministro de Hacienda lo incomodan, las considera incorrectas o no bien intencionadas. Ésta es una crítica seria y bien intencionada y requiere una respuesta seria de por qué no estamos solventando la tributación en el país para obtener más recaudo. A mí la experiencia me ha enseñado que por tratar de abarcar demasiado en materia tributaria, al final se queda sin nada. He conocido muchos intentos de reformas estructurales en Colombia que han fracasado. Ésta ya es una reforma compleja, porque es una reforma que aumenta considerablemente el impuesto a las personas naturales, involucra un tema que ha sido muy espinoso en Colombia que son los parafiscales, y otro que es igualmente complejo, que es la reducción de las 7 tarifas del IVA a 3. Luego incluirle una carga adicional de aumento de recaudo por la vía de elevar la tarifa general del IVA hubiera podido poner en peligro la integralidad de la reforma en este momento.

Ahora, en este momento no necesitamos el recaudo adicional. Por esto, yo creo que al país le hacemos un mejor servicio dejando una mejor estructura tributaria con esta reforma y el día de mañana, si se necesita ese recaudo adicional sobre esta estructura, se

puede construir, se puede edificar. Pero meternos en este momento con recaudos adicionales, cuando en particular en esta coyuntura no los necesitamos, pienso que sería comprometer la viabilidad de la reforma.

C.F.: Ministro, el Impuesto al Patrimonio expira en el año 2014 y el impuesto del 4x1.000 se irá reduciendo según la Ley 1430 de 2010, iniciando en 2014. Allí se puede generar un hueco de hasta un 1.5% del PIB, luego el Gobierno va a tener que salir a buscar recursos con otra reforma el año entrante. ¿No es mejor aprovechar la oportunidad de salir por esos recursos para tapar el faltante de una vez?

M.C.: El Impuesto al Patrimonio es un capítulo aparte y lo que ha venido pasando cada cuatro años es que se renueva. De manera que eso tiene su momento. Hasta ahora tenemos la cuota de 2013 y la de 2014, es decir que tenemos dos años más para tratar el tema del Impuesto al Patrimonio. En el caso del 4x1.000, es cierto que a partir del 1° de enero de 2014 baja un punto, al 3x1.000 y esto tendrá un costo. Pero este costo ya lo tenemos internalizado en nuestras cuentas fiscales (Marco Fiscal de Mediano Plazo). Entonces no es inminente la necesidad de un mayor recaudo. Yo no estoy diciendo que el país no requiera mayor recaudo, pero creo que es preferible mejorar la estructura tributaria en esta reforma y sobre esta base más adelante seguir edificando. Si uno al cambio de la estructura le mete además una carga tributaria adicional, mi impresión es que se puede quedar sin el pan y sin el queso.

C.F.: Anif también ha aplaudido que la reforma tributaria reconozca el “daño” que le hace al mercado laboral la elevada carga parafiscal y proponga la sustitución de fuentes de recaudo del Sena, ICBF y salud,

vía una nueva contribución CREE. Aunque creemos que dicha sustitución se hace de forma subóptima. Pero, ¿por qué se dejó incólume el 4% de los cofamiliares?

M.C.: Permítame toco el tema de la primera parte de la pregunta y es que hay una crítica de que estas entidades se deben haber financiado con impuestos de carácter general o a través del Presupuesto General de la Nación. El Impuesto de Renta, que es el impuesto que se va a utilizar para financiar el ICBF, el Sena y la salud, es un impuesto de carácter general,

luego estamos cumpliendo con este objetivo de que esto se financie con los impuestos generales. Eso es distinto de que le estemos dando a una partecita del Impuesto de Renta, que se llama el CREE, una destinación específica. Pero estamos cumpliendo con la idea de que sea financiamiento con base en impuestos generales, pues el Impuesto de Renta es un impuesto general, no es un costo específico. Ahora, para que haya garantía en estas entidades de que van a tener unos ingresos, porque ese factor hace parte del debate político, hay que asegurarles esos recursos vía CREE.



“A mi la experiencia me ha enseñado que por tratar de abarcar demasiado en materia tributaria, al final se queda sin nada. He conocido muchos intentos de reformas estructurales en Colombia que han fracasado.”

Sería muy difícil hacer una reforma que no le garantice unos ingresos al ICBF y al Sena, políticamente esa idea nacería muerta.

Entonces cuando nosotros hemos criticado la forma de financiamiento del ICBF y el Sena en el pasado, no es porque dependa o no del Presupuesto General de la Nación, es para que se financie con impuestos de carácter general y eso es lo que estamos haciendo con la reforma, financiarlos con

impuestos de carácter general. Por eso yo no he entendido mucho la crítica de Anif sobre ese punto en particular, porque ¿qué diferencia hace que estos impuestos de carácter general vayan al Presupuesto General de la Nación y de ahí al ICBF o al Sena, o que simplemente vayan directamente, como un impuesto que lo paga toda la sociedad, hacia el ICBF y al Sena? Yo creo que el problema no ha sido que tengan impuestos con destinación

específica o no, el problema ha sido que un impuesto como el que tenemos hoy en día es muy malo, es un impuesto al empleo. Por eso lo que busca la reforma es recaudar a través de un impuesto de carácter general (el imporrenta) para darle una parte al ICBF y al Sena. Así que yo no he estado muy seguro de cuál es la crítica de Anif en esta materia.

En el tema de las cajas de compensación, hay una dificultad, y es que al

“ Estamos cumpliendo con la idea de que sea financiamiento con base en impuestos generales, pues el Impuesto de Renta es un impuesto general, no es un costo específico. Ahora, para que haya garantía en estas entidades de que van a tener unos ingresos, porque ese factor hace parte del debate político, hay que asegurarles esos recursos vía CREE. ”

Mauricio Cárdenas, ministro de Hacienda y Alejandro Vera, vicepresidente de Anif.



ser unas entidades de derecho privado no pueden recibir una parte de los ingresos tributarios de la Nación. Estas firmas necesitan un impuesto parafiscal, un impuesto sobre los propios trabajadores afiliados a las cajas. Ésta es una situación muy distinta a la del ICBF o el Sena. Ante esa complejidad jurídica, decidimos mejor no abordar el tema de cajas en el proyecto de ley.

C.F.: Ministro, cuando nosotros hacemos una crítica en el tema de financiación del Sena y el ICBF es porque creemos que lo óptimo es tomar impuestos de carácter general (imporrenta e IVA) y llevar todo el recaudo al Presupuesto General de la Nación y de allí pasar lo que corresponda para financiar al Sena y al ICBF, como sucede con todos los otros gastos que debe cubrir el Gobierno Central. Esto evitaría el tema de la fungibilidad que explicamos en nuestro *Comentario Económico del Día 9 de octubre de 2012*, y su efecto sobre la decisión microeconómica de los empresarios.

M.C.: El Impuesto de Renta aquí no ha cambiado, para el empresario sigue siendo el mismo. Es un Impuesto de Renta del 33%, solamente que unos puntos del Impuesto de Renta que está pagando hoy en día van a ir al ICBF y al Sena. Pero para el empresario esto es neutro, no le aumenta la tributación, simplemente el gobierno ha decidido que una parte del Impuesto de Renta que se está pagando debe darse de manera directa al ICBF, al Sena y a la salud, pero no afecta la decisión de contratar o no contratar. El hecho de que exista la destinación específica, o el uso que se debe dar a ese ingreso por parte de la Nación, no afecta para nada la decisión del empresario. Es decir, se cobra un Impuesto de Renta, el gobierno decide que una

parte se la va a dar al ICBF y al Sena, y eso en nada afecta las decisiones del empresario, en nada cambia sus decisiones frente a un escenario en el que ese mismo impuesto va a una bolsa general y de ahí se financia al ICBF y al Sena.

C.F.: Ministro, ustedes están estimando que en un buen año no debería haber problemas financiando al ICBF y al Sena con dicho CREE, pero en un mal año, cuando las utilidades sean bajas y lo recaudado no alcance para enviar a dichas instituciones lo mismo del año anterior, ¿qué pasará?

“ El objetivo es quedar con dos mundos: el mundo del IVA, que es una cosa, y el mundo de los impuestos al consumo de lujos. ”

M.C.: Por eso en la Ley vamos a incluir un artículo que establece un piso para que estas entidades tengan plena garantía en un caso extremo. En una situación de crisis muy severa, caería el Impuesto de Renta, como también puede caer el empleo, pero sabemos que ese elemento de incertidumbre le puede meter ruido a la propuesta y por eso vamos a garantizar un piso. Nosotros, por otro lado, somos conscientes de que el ICBF y el Sena siempre serán parte importante de la sociedad. Entonces al gobierno no le interesa que se reduzca el financiamiento del ICBF y el Sena en el momento de una crisis. Por esto, el piso es algo muy conveniente

desde el punto de vista de política económica, porque ningún gobierno va a querer recortarle los recursos al ICBF y al Sena en un momento de crisis.

C.F.: En el tema del IVA, pese a que se reducen a 3 las tarifas, se incluyen 3 nuevas de un Impuesto al Consumo. ¿Es éste el reconocimiento de la incapacidad de controlar la corrupción al interior de la Dian que se manifiesta en un “hoyo negro” abierto por falsas deducciones del IVA? ¿Estamos abandonando el esquema de IVA para dirigirnos hacia un esquema de *Excise Tax* tipo Estados Unidos?

M.C.: No, nosotros queremos mantener el IVA como el eje central del impuesto de las ventas. Lo que pasa es que administrar 7 tarifas es muy complejo. Por eso queremos reducirlo a 3 tarifas. Pero no tendría sentido que por cuenta de esta reforma algunos productos que tienen tarifas más altas que la del 16%, pues vieran reducida su tarifa.

Ya que el país ha venido acostumbrado a un IVA más alto para los vehículos, para la telefonía celular, para los bienes de lujo, entonces la reforma generaría una pérdida de recaudo importante si simplemente bajamos esas tarifas del IVA que están por encima del 16% al 16% y sería muy regresivo, porque esas tarifas de IVA que están por encima del 16% normalmente son para bienes suntuarios. Entonces, para evitar esa pérdida de progresividad, pues hay que grabar unos puntos adicionales a los vehículos, a las motocicletas, a los artículos de lujo, y pensamos que la mejor forma de grabar ese consumo de lujo es con un impuesto de consumo aparte, un impuesto al lujo. Por eso es que se crean esos impuestos al consumo, para grabar el consumo al lujo.

Hay un caso aparte que es el de los restaurantes. En este caso lo que hemos visto es que hay una gran evasión del IVA del 16%. Una posibilidad es crear un impuesto al consumo aparte para simplificar o que el dueño del restaurante simplemente pague el consumo total y aprovechamos una estructura diferente para tratar de formalizar una gran cantidad de restaurantes que hoy en día no están pagando este impuesto. Lo ponemos con una tarifa más baja (8%), buscando que con una tarifa inferior, más restaurantes entren en la legalidad y paguen el impuesto. No hay un interés, en este caso, de los restaurantes de buscar una salida del IVA hacia un impuesto del consumo como un primer paso porque vamos a empezar a crear una gran cantidad de impuestos al consumo. Es simplemente una fórmula

sería mantener muchas tarifas de IVA. Yo pienso que es mejor pocas tarifas de IVA y unos impuestos al lujo. En el tema de los restaurantes hay un debate. No es descabellado pensar, por ejemplo, que lo que uno puede hacer en el caso de los restaurantes sea incluir un IVA del 10% en vez de un impuesto al consumo del 8%, pero eso lo estamos estudiando ahora en el debate en el Congreso.

Pero el objetivo es quedar con dos mundos: el mundo del IVA, que es una cosa, y el mundo de los impuestos al consumo de lujos.

C.F.: Hablando del Congreso, hemos visto toda la discusión que tendrá la reforma con los senadores y representantes dados los cambios que trae. Por ejemplo, ya vimos el inicio del primer debate

entendido la reforma, es una reforma que tiene dos objetivos muy claros, equidad y empleo. Creo que la reforma es viable políticamente, pero uno en esto no puede ser triunfalista y cantar victoria antes de tiempo. El Congreso tiene la última palabra. Por nuestro lado, haremos todo el esfuerzo y todo el trabajo para que la reforma salga adelante porque la necesitamos rápido. Ese es el punto, necesitamos una reforma que esté ya sancionada antes del 31 de diciembre para que pueda entrar en vigencia el próximo año, si no tenemos que esperar hasta 2014, ese es el afán.

C.F.: En el tema de impuesto a las pensiones, la reforma menciona que se van a gravar desde los \$10 millones mensuales en adelante a una tasa del 5%. ¿Por qué no se gravan siguiendo el mismo esquema-tarifa de persona natural (IMAN)?

M.C.: Éste es un tema muy debatido porque está el argumento de que estas personas ya pagaron impuesto durante su vida laboral y entonces van a tener que pagar impuestos sobre las pensiones después de terminar su vida laboral. De manera que políticamente hay mucho rechazo a la idea del impuesto de las pensiones. Hemos pensado que al establecer el impuesto por encima de \$10 millones mensuales de pensión, tenemos el argumento que se trata de pensiones altas y que en la mayoría de los casos son pensiones que tienen un alto componente de subsidio. Es decir, lo que se la da a una persona como su pensión excede en mucho lo que esta persona aportó durante la vida laboral y eso es lo que nos da el argumento de equidad, para grabar las pensiones superiores a esos \$10 millones. Si grabáramos las pensiones de \$5 millones o \$6 millones mensuales, perderíamos ese argumento.

“ Estoy optimista. Creo que empezamos bien, creo que el país ha entendido la reforma, es una reforma que tiene dos objetivos muy claros, equidad y empleo. Creo que la reforma es viable políticamente, pero uno en esto no puede ser triunfalista y cantar victoria antes de tiempo. ”

para tratar de lograr que, en el caso de los restaurantes, sea un impuesto más fácil de pagar y un impuesto que se evada menos.

C.F.: Ministro, y hablando de la simplicidad, ¿en últimas nos quedamos con el mismo número de tarifas, bajamos de 7 a 3 en el IVA, pero sumamos 3 nuevas de impuesto al consumo, o sea quedamos con 6 tarifas?

M.C.: Pero ya están por fuera del IVA. Lo importante es poder administrar el IVA con 3 tarifas. La alternativa

esta semana con los cambios en el IMAN, con el tema de subir la tarifa efectiva para una parte de la población y toda la discusión sobre qué es clase media. Además vendrá el debate en el tema del IVA frente a si se están elevando tarifas de algunos bienes básicos que estaban al 5% o al 10% hacia el 16%. ¿Cuál es la viabilidad política que le ve a la reforma dadas las pocas semanas que quedan para el fin de la legislatura?

M.C.: Estoy optimista. Creo que empezamos bien, creo que el país ha

A nivel personal



C.F.: En *Carta Financiera* también nos gusta conocer un poco más de la vida personal de los principales funcionarios del país ¿Cuáles son sus *hobbies*? ¿A qué dedica su tiempo libre?

M.C.: Yo soy de familia antioqueña y por ende soy de plan de finca. Mi principal distracción es salir al campo, para mí es lo más energizante, eso revitaliza y trato de hacerlo los fines de semana cuando puedo. Últimamente, desde que estoy en el Ministerio de Hacienda, ha sido muy difícil. Acá los fines de semana han sido los momentos para poder reunirnos en equipo y mirar la reforma tributaria. Ésta es una reforma que armamos en muy poco tiempo, la armamos en mis primeras semanas en el Ministerio y eso implicó mucho trabajo. Así que salir al campo, más que un *hobby*, es una parte muy importante en mi vida. Somos también, como buenos antioqueños, muy de vida familiar, con hermanos, sobrinos, padres, una familia grande. Y somos una familia muy unida.

C.F.: Ministro, hablando de familia, ¿cómo fue el aterrizaje de su

familia en Colombia? Ustedes estuvieron en Washington, en Brookings, durante varios años. ¿Cómo fue el aterrizaje de sus hijas y su esposa? ¿Cómo han tomado el regreso al país y todo este tema de que ahora tiene menos tiempo para ellas que antes?

M.C.: Fue muy sorprendente para todos. Ninguno de la familia lo estaba esperando, incluyéndome a mí. Es más, esto sucedió cuando mis hijas y mi esposa estaban de vacaciones en Colombia. Así que lo más curioso de todo esto fue que vinieron de vacaciones y nunca volvieron. Eso hizo más fácil la transición. Creo que no fue tan traumático porque nosotros siempre vimos lo de Washington como algo temporal y teníamos siempre la idea del regreso como algo muy inminente. Se nos adelantó frente al plan original, pero no mucho más, y se nos adelantó por una muy buena razón que es trabajar en el gobierno por el país.

C.F.: Ministro, gracias por su tiempo y por recibirnos en su despacho. 

INFORME SEMANAL

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras



SUSCRÍBASE

al Análisis ágil e independiente sobre hechos económicos nacionales e internacionales más importantes, con énfasis en las perspectivas de la economía corto y mediano plazo.



Suscripciones

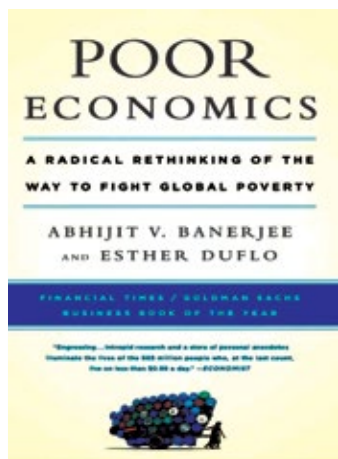
ANIF · Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Calle 70A N° 7-86 · Tels.: 310.1500, 310.1860
Línea gratis fuera de Bogotá 01.800.011.9907
mivanegas@anif.com.co

www.anif.co

Economía de la pobreza: repensando la lucha contra la pobreza global *

Libro escrito por Abhijit Banerjee y Esther Duflo

Comentado por: Sergio Clavijo



Los halagos a este interesantísimo libro provienen tanto del izquierdismo académico de un Amartya Sen (premio Nobel de Economía del año 1998 y catedrático de Harvard) como de la derecha práctica representada por *The Economist-The Guardian*; también se unen a ellos el pensamiento centro-empresarial, en cabeza de Bill Gates. Todos coinciden en que, en efecto, se trata de un cambio radical en la forma de abordar la lucha contra la pobreza a nivel global.

Su enfoque “revolucionario” no está fundamentado en teorías novedosas, apoyadas en conceptualizaciones filosófico-matemáticas. En vez de ello, Banerjee y Duflo lo que proponen es repensar y escudriñar con mayor cuidado y paciencia la evidencia empírica sobre las políticas y prácticas que sí funcionan a la hora de combatir la malaria, la disentería, mantener limpias las fuentes de agua de los pobres, financiar las microempresas, mejorar la calidad educativa, etc.

La buena noticia es que los autores ya han creado un “laboratorio” con base en 240 programas, cubriendo 40 países, durante el período 2003-2011. Dicho laboratorio social les permite indagar sobre la “epide-

miología” de los temas a tratar, distinguiendo continentes, países, razas, culturas, de tal manera que sus soluciones están bien posicionadas para evitar los errores del pasado y premiar las “mejores prácticas”.

La mala noticia, insistentemente ventilada por los autores a lo largo del libro, es que NO existen soluciones uniformes, aun para los casos más comunes, a nivel global. Esta noticia, que en sí misma podría ser algo descorazonadora (*a la Easterly*), los autores la convierten en fuente de esperanza para superar la pobreza-indigencia, pues la solución puede estar “a la vuelta de la esquina” (sin clamar por muchos más recursos, en contravía de lo postulado por Sachs). Esa solución “puede ser un fruto al alcance de la mano”, si tan sólo quisiéramos mirar el árbol correcto y extender la mano diligentemente (ver conclusiones en págs.267ss).

En esencia, se trata de averiguar si existen o no “trampas de pobreza” (como lo insinuó Sachs). Ahora bien, si las hubiera, la clave

* Abhijit V. Banerjee and Esther Duflo (2011), *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty* (PublicAffairs, New York).

está en encontrar la mejor forma de salir de ellas, evitando el “asistencialismo” perpetuo, sobre lo cual nos ponen en guardia Yunus (2003), Easterly (2006), Prahalad (2009) y Levy (2008). Esto se lograría con fuentes sostenibles de autocrrecimiento a nivel individual-grupal y, por supuesto, bajo condiciones macroeconómicas favorables.

La humildad intelectual de Banerjee-Duflo parece que ha quedado bien balanceada al concluir que: “...No tenemos mucho que aportar sobre políticas macroeconómicas o reformas institucionales, pero esperamos que la modestia de esta empresa (luchar contra la pobreza) no lleve al lector a conclusiones erradas: los cambios pequeños en la lucha contra la pobreza pueden tener grandes efectos” (pág. 272, nuestra libre traducción).

Otra virtud de este libro es que explota bien el debate conceptual entre instituciones (Acemoglu *et al.*, 2001) vs. geografía (Sachs, 2005) en el dictamen de políticas antipobreza, reconociendo a cada cual sus aciertos, pero tomando una posición muy práctica sobre lo que cabe hacer en cada caso. También resulta válido y bien balanceado el cúmulo de anécdotas que usan los autores, en sus múltiples experiencias de primera mano. Esto no es nada fácil de lograr en un libro que busca posicionarse a nivel conceptual-académico como “revolucionario”, ya que siempre existe el peligro de caer en la “casuística”, como tal vez le ha ocurrido a Fields (2012).

Ahora bien, “la ciencia económica” bien podría atacar este enfoque Banerjee-Duflo-Fields ante la ausencia de una teoría, de un marco teórico y de hipótesis testeables. De hecho, más allá de las curvas-S sobre umbrales de pobreza, los autores parecerían estar renunciando a teorizar (págs.14ss). La otra posible conclusión es que la teoría existente a nivel micro, sobre mercados laborales y movilidad de los factores, ya les resulta suficiente para explicar las relaciones capital-trabajo (a la Lewis-Harris-Todaro-Fields) y ahora de lo que se trata es de buscar sus mejores aplicaciones a programas concretos.

De hecho, una de las críticas más fuertes al enfoque Banerjee-Duflo ha radicado en que “pensar en

pequeño” (y exagerando un poco los favorables resultados) no conllevará avances significativos en la lucha contra la pobreza (Rozenweig, 2012). Para avances masivos en la lucha contra la pobreza se requieren políticas de aceleración del crecimiento, basadas en expansión del comercio internacional, aprovechando la actual fase de apertura comercial, y sosteniendo ganancias en productividad.

Sobre el debate entre instituciones vs. geografía cabe hacer algunas reflexiones a este nivel micro. La idea de combatir la pobreza es tan vieja como la profesión misma de la economía. El debate sobre cómo lograrlo de la manera más eficiente es el meollo del asunto. Banerjee-Duflo diseccionan bien la existencia de dos grandes bandos al respecto. De un lado ubican a Sachs (2004), argumentando que la clave está en cambiar el carácter organizacional a nivel global, buscando que los donantes entreguen sus dineros a los sistemas más eficientes y no a todo tipo de ONGs que han fracasado en dichas tareas. Si a los pobres se les da una especie de “empujón inicial”, sería posible poner en acción las funciones de ahorro-inversión y así incrementar el ingreso de los hogares de forma sostenible.

De otro lado se encuentra Easterly (2006), quien sostiene que el problema no es la existencia de una “trampa de pobreza” de la cual se pueda salir con un “*big-push*”, sino la dependencia cultural que les genera a los pobres estar a la voluntad de una serie de ayudas humanitarias mal enfocadas y administradas. Según esta otra visión, son los ciclos

“La idea de combatir la pobreza es tan vieja como la profesión misma de la economía. El debate sobre cómo lograrlo de la manera más eficiente es el meollo del asunto. Banerjee-Duflo diseccionan bien la existencia de dos grandes bandos al respecto. De un lado ubican a Sachs (2004), argumentando que la clave está en cambiar el carácter organizacional a nivel global. Y, de otra parte, ubican a Easterly (2006), quien sostiene que el problema no es la existencia de una “trampa de pobreza” de la cual se pueda salir con un “*big-push*”, sino la dependencia cultural.”

históricos de las naciones, de las tribus a los imperios, permeadas por las culturas, los que determinan el camino del desarrollo, donde unas naciones se enriquecen a costa de otras, y unas regiones en contra de otras. Así se han dado los ciclos “imperiales” de Estados Unidos en el siglo XX, el de Gran Bretaña en el siglo XIX y, probablemente, nos estamos preparando para el surgimiento de un nuevo liderazgo de China en el siglo XXI, después de su auge en el siglo XIV, donde inclusive habían “conquistado” América, pero sin desear colonizarla (Anif, 2012).

Como decíamos, Banerjee-Duflo han entrado a terciar con su MIT-*Poverty Action Lab*, argumentando que no existen fórmulas generales para el éxito o el fracaso en la lucha contra la pobreza. Lo que se requiere es conocer el detalle de las fallas de los mercados, las “trampas de pobreza” que pueden existir en ciertas regiones, y, a partir de allí, diseñar programas específicos para combatir dicha pobreza.

Los autores de este libro han impulsado de forma decidida los novedosos “experimentos aleatorios”, los cuales permiten establecer el impacto de determinados programas antipobreza, tal como ocurre con el impacto de los medicamentos: se seleccionan grupos de personas similares, donde a unos se les dará un “placebo”, mientras que a otros se les administrará el medicamento que se pretende evaluar.

Estos experimentos se han aplicado, por ejemplo, en la evaluación del microcrédito en la lucha contra la pobreza, donde la evidencia es mixta. Igualmente en las llamadas “transferencias condicionadas”, que buscan promover la asistencia infantil de los estratos más pobres a las escuelas o la atención médica temprana. Para ello se “remunera” el costo de oportunidad del accionar de sus padres, llevándolos a la escuela y al médico.

Sin embargo, este tipo de experimentos sociales ha sido criticado en al menos dos frentes: 1) su limitada capacidad para ser replicados en ambientes diversos y cambiantes (donde los experimentadores inclusive pueden alterar las condiciones encontradas en los “laboratorios” sociales analizados); y 2) sus principios éticos, al llegar a excluir de esos beneficios de educación, salud o crédito al grupo de la población que debe jugar el papel de “panel de control”.

En Colombia se han venido realizando estas evaluaciones de impacto, especialmente dentro del marco del programa Familias en Acción y el Plan Unidos. A futuro sería muy útil realizar una taxonomía sobre lo encontrado, por ejemplo, por Bernal y Peña (2011). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu D., S. Johnson and J. Robinson (2001), “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review* (December).
- Anif (2012), “Reducción de la pobreza: los experimentos aleatorios y el ciclo económico”, *Comentario Económico del Día* 14 de junio.
- Bernal R. y X. Peña (2011), *Guía práctica para la evaluación de impacto*, Ediciones Uniandes.
- Easterly W. (2006), *The White-Man's Burden*, The Penguin Press, Nueva York; y comentario de S. Clavijo (2007), revista *Carta Financiera* No. 136 de febrero.
- Fields G. (2012), *Working Hard, Working Poor*, Oxford University Press.
- Levy S. (2008), *Good Intentions, Bad Outcomes*, Brookings Institution Press, Washington, DC; y comentario de S. Clavijo (2009), revista *Carta Financiera* No. 148 de octubre.
- Prahalad C. K. (2009), *The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty Through Profits* (5th Anniversary Edition; Wharton School Publishing); y comentario de S. Clavijo (2010), revista *Carta Financiera* No. 151 de julio-septiembre.
- Rosenzweig M. R. (2012), “Thinking Small: A Review of Poor Economics”, *Journal of Economic Literature* (No. 50:1).
- Sachs J. (2005), “El fin de la pobreza: según las posibilidades económicas de nuestra era”, Penguin Press, New York; y comentario de J. Hammer (2006), revista *Carta Financiera* No. 132 de enero-marzo.
- Yunus M. (2003), *Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty*, Public Affairs, New York; y comentario de S. Clavijo (2009), revista *Carta Financiera* No. 146 de abril-junio.