

+ **Inversión en infraestructura**
en Colombia 2012-2020

+ **Infraestructura de transporte**

+ **CAF**, el apoyo a la Cuarta Generación
de **Concesiones de Infraestructura**

+ Entrevista a **Juan Pablo Córdoba**,
presidente de la Bolsa de Valores de Colombia

financiera carta

ENERO / MARZO 2013

161

ANIF

Mercado de capitales e infraestructura

1 VENTANILLA ÚNICA

2 CONSTRUCCIÓN

3 BONOS DE
INFRAESTRUCTURA



UNIDAD
FUNCIONAL

COL \$12.000

ISSN 0120-3436



7 709998 002494

No.161 Enero - Marzo de 2013

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
Ekaterina Cuéllar
Raúl Alejandro Fandiño
Manuel I. Jiménez
Álvaro Parga
Nelson Vera
Sandra Zamora
Ana M. Zuluaga
Liliana Ordoñez

EDITORIA
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



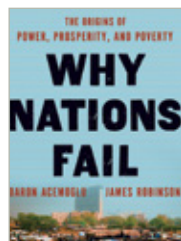
SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86

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 Enero - Marzo de 2013

EDITORIAL

- 4** Evaluación de la
Reforma Tributaria de 2012

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 11** **La inversión en infraestructura en Colombia 2012-2020**
Efectos fiscales y requerimientos financieros
Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Nelson Vera
- 21** **Financiamiento privado de la Infraestructura de Transporte** en Colombia
Guillermo Perry y Bernardo Vargas
- 29** **CAF, el apoyo a la Cuarta Generación de Concesiones de Infraestructura**
Víctor Traverso
- 33** **Incertidumbre, choques externos y mercados de renta variable en América Latina**
Munir Jalil y José Vicente Romero
- 38** **El ciclo bursátil**
Felipe Campos

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 45** ¿Quién ronda al **sector Justicia?**
- 49** Comentarios al **Informe Nacional de Competitividad 2012-2013**
- 54** Desafíos de la **política económica para 2013**

NOTAS DESTACADAS DE ENFOQUE

- 59** **Las operaciones repo: su papel en la profundización financiera**

Entrevista

- 62** **Juan Pablo Córdoba**, presidente de la Bolsa de Valores de Colombia

TORRE DE MARFIL

- 70** **El por qué del fracaso de las naciones**
Libro escrito por Daron Acemoglu y James Robinson
Comentado por: Sergio Clavijo

Evaluación de la Reforma Tributaria de 2012

Después de muchos titubeos durante el primer semestre de 2012 y tras el fracaso de la reforma a la justicia, la Administración Santos decidió impulsar una reforma tributaria durante el segundo semestre del año pasado, aprovechando cambios importantes en su gabinete y dando un segundo aire a la idea de “buen gobierno”. Dicha reforma contenía muy buenos diagnósticos y acertó en lo relativo a reforzar la progresividad del impuesto a las personas naturales (IMAN) y en continuar con el desmonte de los excesivos alivios tributarios al capital, eliminando los perniciosos “Contratos de Estabilidad Jurídica” (ver *Informe Semanal No. 1145 de octubre de 2012*). Todo ello quedó plasmado en la Ley 1607 de 2012.

Como veremos, dicha reforma también hizo un buen esfuerzo por equilibrar la relación de precios Capital/Trabajo, al sustituir por impuestos a las utilidades de las firmas (CREE) hasta 13.5 de los 60 puntos porcentuales (pps) de pagos salariales no laborales, en el caso de asalariados hasta los 10 SML. Sin embargo, como explicaremos a continuación, ello se hizo de manera subóptima al generar más “caja atrapada” a favor del Sena-ICBF y de la salud, en vez de haber usado la tributación general como fuente y el presupuesto nacional como vehículo para exigir mayor eficiencia y menos burocracia (donde persiste una preocupante incidencia parlamentaria). También resultó algo subóptima la homologación de tasas del IVA, reduciéndolas de 7 a 3, pues se creó un sistema paralelo de impuestos al consumo, cuya eficacia está por verse.

Esta Ley 1607 de 2012 se constituyó en la cuarta reforma tributaria en el corto período 2009-2012. Si bien tuvo la virtud de haber incluido algunos

elementos estructurales, ella desperdició la “ventana histórica” de relativa tranquilidad fiscal para haber elevado la relación Recaudo/PIB en al menos un 2% del PIB, dadas las grandes necesidades del país. Todo lo anterior confirma que Colombia está abocada a continuar presenciando una reforma tributaria cada año y medio, pues ninguna de ellas ha logrado solucionar los problemas estructurales (bajo recaudo y excesivas “destinaciones específicas”). La eventual finalización del auge minero-energético en 2014-2015 pronto nos estará pasando la cuenta de cobro fiscal. De hecho, durante 2013-2014 deberá impulsarse otra reforma tributaria, así sea sólo para sustituir la pérdida de recaudo anual cercana al 1.5% del PIB que estarán produciendo el desmonte del 4x1.000 y la finalización del impuesto patrimonial.

Los nuevos componentes tributarios: IMAN, CREE e Impoconsumo

La Ley 1607 de 2012 tiene tres componentes principales. El primero se refiere a las sustantivas mejoras en equidad vía impuesto a las personas naturales, donde se han reducido las cargas para ingresos mensuales inferiores a \$12 millones, pasando sus tasas efectivas del 3%-5% al 0.1%-5%. Para los mayores ingresos se han elevado las tasas efectivas del 5% al 10%-27%; esto a través de aplicar el Impuesto Mínimo Alternativo Nacional (IMAN), el cual modera las prebendas tributarias hipotecarias (AFCs) y de ahorro-pensional-voluntario.

El segundo componente viene dado por la Contribución Empresarial para la Equidad (CREE), que estará gravando con un 9% (2013-2015), y

8% de allí en adelante, las utilidades empresariales. Estos recursos estarán sustituyendo el recaudo del 1% del PIB, correspondiente al pago de parafiscales laborales de 13.5 pps (= 2% Sena + 3% ICBF + 8.5% salud); todo esto tras haber reducido el imponderable empresarial del 33% al 25%.

El tercer y último componente tuvo que ver con la creación de tres tasas de imposable (4%, 8%, y 16%), tendientes a compensar la reducción de tasas del IVA de 7 a 3 (0%, 5% y 16%). Con ello se buscaba aumentar la eficiencia del IVA del 36% al 42%, teniendo como referente el modelo chileno. Infortunadamente, los elevados niveles de corrupción, incluyendo al interior de la Dian, llevaron al gobierno a mezclar el IVA con la extensión de los impuestos al consumo final, luego es difícil anticipar la eficacia de este componente de la reforma.

A pesar de las bondades de buscar mayor progresividad tributaria (IMAN),

para intentar corregir un Gini que bordea el 0.57, y de bajar las cargas laborales sobre las firmas (CREE), para promover la formalización laboral, la Administración Santos desperdició una oportunidad clave para incrementar la relación Tributación/PIB en al menos 2 puntos del PIB. Al sumar el recaudo del 13%-14% del PIB en cabeza del Gobierno Central (GC), con el 3% del PIB de las entidades territoriales, Colombia tan sólo bordea el recaudo promedio de la región del 17%-18% del PIB. A nivel del consolidado, los ingresos fiscales de Colombia todavía distan del 20% del PIB observado en Chile (ver cuadro 1), y con el agravante de grandes necesidades de gasto adicional que tiene nuestro país, incluyendo la lucha contra la guerrilla-narcotráfico, la modernización de la justicia, la salud y las pensiones con creciente incidencia pública y, por supuesto, la urgencia de cerrar la brecha en infraestructura. Anif ha venido mencionando que dicho

espacio para incrementar los impuestos en Colombia reside en gravámenes a los hogares y aumentos del IVA, pues las firmas ya están sobregravadas en Colombia (ver *Comentario Económico del Día* 30 de octubre de 2012). Mientras que en Colombia los hogares contribuyen en renta con el 1.1% del PIB, en Chile aportan un 2.3% (ver cuadro 1). Aun si le sumamos la alícuota de impuesto patrimonial y del 4x1.000, el pago de los hogares tan sólo llega en Colombia al 1.6% del PIB, dejando un espacio de gravamen cercano al 1% del PIB, el cual estará llenando parcialmente el IMAN. Sin embargo, la gran brecha tributaria que está pendiente de cerrarse tiene que ver con el recaudo del IVA, pues Colombia tan sólo recauda un 5.7% del PIB frente al 8% del PIB que se tiene en Chile. Esta brecha de recaudo del 2% del PIB requerirá elevar gradualmente la tasa general del 16% hacia el 18%, ojalá antes de que finalice el actual auge minero-energético.

Cuadro 1. Ingresos tributarios: Colombia y Chile
(Sector Público Consolidado, % del PIB)

	Colombia		Chile		Diferencia Último dato Chile-Colombia
	2005	2011	2005	2010	
Impuesto a la renta	5.2	5.4	5.2	7.0	1.6
Personal	1.9	1.1	1.7	2.3	1.2
Empresarial	3.3	4.3	3.4	4.6	0.3
IVA	5.2	5.7	8.1	8.0	2.3
(% Eficiencia)	33%	36%	43%	42%	6.5%
Renta+IVA	10.4	11.1	13.3	15.0	3.9
(% del total)	60%	61%	65%	75%	14.3%
Otros impuestos	7.0	7.2	7.2	5.0	-2.2
Impuesto a transacciones	0.7	0.8	0.0	0.0	-0.8
Locales	3.2	3.0	2.9	3.0	0.0
Seguridad social	1.9	1.7	1.4	1.4	-0.3
Otros *	1.2	1.7	3.0	0.6	-1.1
Ingresos Tributarios Totales	17.4	18.3	20.6	20.0	1.7
Memo:					
Gob. Central	12.3	13.6	16.3	15.6	2.0

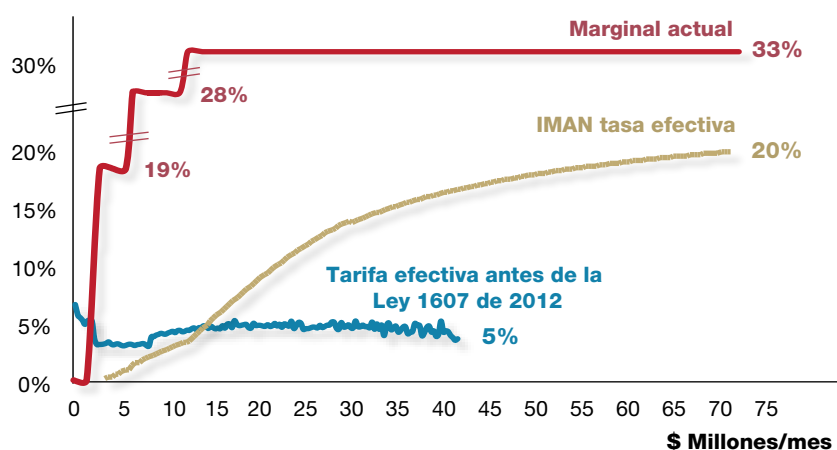
*En Colombia incluye el impuesto patrimonial (0.7% del PIB en 2011).

Fuente: cálculos Anif con base en FMI y bancos centrales de Colombia-Chile.

Evaluación del Impuesto de los Hogares (IMAN y otros)

El IMAN es tal vez el elemento más valioso de la Ley 1607 de 2012. De una parte, estará liberando de retención a los ingresos mensuales inferiores a los \$3.7 millones, ver gráfico 1. También reducirá los recaudos efectivos provenientes de ingresos entre \$4-\$12 millones, al bajarlos de tasas del 3%-5% a cerca del 0.1%-5%. Pero, de otra parte, elevará el recaudo para ingresos superiores a esos \$12 millones mensuales, al incrementar las tasas efectivas del 5% al 5%-10% para ingresos de \$12-\$22 millones y hasta del 25%-27% para los salarios más altos.

Teniendo en cuenta que el 80% de los asalariados (PILA) gana menos de \$1 millón, se ha estimado que la aplicación del IMAN podría mejorar el Gini en 0.2pps, reduciéndolo del actual 0.57 al 0.55. El mecanismo para incrementar

Gráfico 1. Tasas de tributación efectivas persona natural Régimen ordinario vs. IMAN

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

el recaudo efectivo de los estratos altos se fundamenta en limitar el uso de gabelas hipotecarias (AFCs) y de ahorro-voluntario, pues enfrentarán un límite del 30% del ingreso y/o hasta \$100 millones anuales. Además, se ha incrementado el período de permanencia de los ahorros-voluntarios de 5 a 10 años, aunque sigue siendo más generoso que el aplicado en las cuentas 401K de Estados Unidos. También ha resultado conveniente la reducción de

la tarifa de ganancia ocasional del 33% al 10%, ver cuadro 2.

Consideramos que el gobierno se equivocó al proponer y el Congreso al aprobar una amnistía patrimonial, cobrando tasas de sólo el 10% por el “blanqueamiento” de recursos que ahora se quieren repatriar. El riesgo moral que se genera para quienes siempre actuamos con la Ley resulta devastador. Bien valdría la pena que los juristas estudien la inconstitucionalidad de

semejante amnistía patrimonial, después de que en el espíritu de la Carta de 1991 se había mencionado que esto no volvería a ocurrir. ¿Se imaginan ustedes a los inversionistas-pillos y a los estafadores de Interbolsa blanqueando (ambos) sus recursos desde Curazao y vecindades con el módico pago del 10%?

El Congreso “peló el cobre” al rechazar el gravamen del 10% para pensiones superiores a los \$10 millones, pues se ha comprobado que son ellos el grupo mayoritario que se ha beneficiado con esas jugosas pensiones. Sus magras contribuciones nunca pagaron impuestos y ahora sus subsidiadas mesadas tampoco tributan. A manera de chiste, se dice en el Congreso que no se requiere actuar en este frente porque ya están gravadas las mesadas superiores a los \$26 millones (¿Cuántas mesadas existen en esa franja y cuánto recauda la Dian por ellas?).

Por último, también resultó infortunado que no se adoptara el gravamen a los dividendos, así fuera a la módica tasa del 5% (Estados Unidos acaba de elevarla del 15% al 20%, para los estratos más altos). Obviamente, ello

Cuadro 2. Evaluación de la Reforma Tributaria (Ley 1607 de 2012)

I. Evaluación del impuesto de los hogares		Calificación
IMAN	Tasas Min. 10%-25% en estratos medios altos	Bien
Ganancia ocasional	Baja del 33% al 10%	Bien
Amnistía patrimonial	Tasa del 10%; inconstitucional y “riesgo moral”	Mal
Pensiones	No pasó gravamen del 10% para mesadas mayores a \$10 millones	Mal
Dividendos	No pasó tasa del 5%; aplicar esquema chileno	Mal
II. Evaluación de la renta empresarial		
CREE	Tasas del 8% y el 9% (2013-2015); caja atrapada	Regular
Capital offshore	Baja del 33% al 14% (25% para paraísos fiscales)	Mal
Contratos Estab. Tributaria	Derogación Ley 963 de 2005	Bien
III. Evaluación del IVA		
Número de tasas	Reducción de 7 a 3 (0%, 5% y 16%)	Bien
Impoconsumo	Creación de 3 tasas (4%, 8% y 16%)	Regular

Fuente: elaboración Anif con base en Ley 1607 de 2012.

debe hacerse aplicando el esquema chileno, donde se descuenta del gravamen personal la alícuota ya pagada por la firma. Colombia debe ser de los pocos “paraísos fiscales” donde las acciones no son gravadas ni en sus dividendos ni en sus valorizaciones.

En síntesis, la evaluación de la Ley 1607 de 2012, en su componente de los hogares, nos deja con dos buenas actuaciones (IMAN y ganancia ocasional) y tres malas (amnistía patrimonial, no gravamen a pensiones ni a dividendos), ver cuadro 2.

Evaluación de la renta empresarial (CREE y otros)

El gobierno finalmente produjo un buen diagnóstico relacionando la informalidad laboral con las excesivas cargas sobre la nómina (¡Afortunadamente, no se trataba de un mito, como lo sugerían algunos funcionarios públicos!). Pero frente a ese diagnóstico, Anif considera que las actuaciones a través de la Ley 1607 de 2012 resultaron subóptimas debido a que: i) no se desmontaron los recursos del 4% de las Cofamiliares, un ejemplo histórico de “rentas capturadas” (ver *Comentario Económico del Día* 8 de noviembre de 2012); y ii) no se usó el mecanismo de tributación general para reemplazar el fondeo parafiscal del Sena, ICBF y salud, sino que se recurrió a las “rentas de destinación específica” al atarlas al CREE. Así, se generaron serios problemas de “caja atrapada” (tal como hoy ocurre con diversas cuentas de pensiones y del Fosyga), donde los recaudos de dicho CREE irían directamente a un fondo especial, y de ahí, al Sena-ICBF-salud (Art. 18 Ley 1607 de 2012). Dicho de otra manera, al no incluirlas en el manejo presupuestal, se renuncia a buscar mayor eficiencia en esas entidades y, peor aún, se terminó premiándolas al indexar sus presupuestos a ritmos del 2% real anual, lo cual debió dejar a muchos parlamentarios con más poder burocrático.

Algunos estudios realizados para la Comisión de Pobreza y Desigualdad, convocada por el gobierno en julio de 2011, señalan necesidades operativas del 0.3% del PIB y del 1.9% del PIB en inversión para ICBF-Sena. Sin embargo, la solución a dichas necesidades no debió adoptarse a través de la indexación a tasas reales del 2% anual y mucho menos a través de continuar excluyéndolas del manejo presupuestal. Peor aún, la sobretasa temporal del CREE (1%) quedó “amarra” a: universidades (40%), agro (30%) y UPC-salud (30%), sin que se hubieran realizado mayores estudios sobre su dinámica presupuestal. En síntesis, a través del CREE se alteró la fuente de financiamiento de dichas entidades y algunas ganancias en formalización laboral podrán ocurrir, pero su costo fiscal ha terminado por ser exagerado y con serios problemas de “caja atrapada”.

Tampoco nos pareció adecuada la reducción del imponible sobre capital *offshore*, pasando del 33% al 14% (o al 25% para paraísos fiscales). Esto ya está agravando la apreciación cambiaria por cuenta de flujos especulativos de corto plazo, desde los mismos inicios de 2013. Dicho capital *offshore* ya totaliza los US\$9.000 millones y vendrán aún más, salvo que Colombia siga ahora el ejemplo de Brasil al disuadirlos con controles de capital, que precisamente lo que deben hacer es restablecer gravámenes más elevados, bien a través de mayores encajes-diferenciales o de elevar su tributación. Si toda esta torpe vuelta se hace para ganarse unas décimas en los TES-Yanquis, tendremos un triunfo pírrico: ¡Mayor desindustrialización! Una actuación que cabe aplaudir de la Ley 1607 de 2012 tuvo que ver con la derogatoria de los peligrosos “Contratos de Estabilidad Jurídica” de la Ley 963 de 2005. De esta manera, se cierra la hemorragia fiscal que venía drenando la base tributaria de las firmas y se acaba con el error

jurídico de haber delegado funciones del Congreso en el Ejecutivo con la aplicación de tributación diferencial, de forma bastante arbitraria (ver *Comentario Económico del Día* 23 de noviembre de 2009).

Así, el balance que extraemos de la Ley 1607 de 2012, en su componente de las firmas, es que nos deja con una buena actuación (desmonte de los Contratos de Estabilidad Jurídica), una regular (CREE para sustituir parafiscales laborales) y una mala (reducción del imponible para capitales *offshore*).

Evaluación del IVA

Como ya comentamos, la idea de crear tres tasas de imponible (4%, 8% y 16%), tendientes a compensar la reducción de tasas del IVA de 7 a 3 (0%, 5% y 16%), también es una solución subóptima. Han sido los elevados niveles de corrupción, incluyendo al interior de la Dian, los que llevaron al gobierno a mezclar esquemas de IVA con consumo final, cuyo resultado es difícil de anticipar.

De hecho, aún no se conoce si la tasa promedio ponderada del IVA subirá o bajará como resultado de la nueva Ley, pues la tasa de muchos insumos se redujo y no es claro si la adopción del imponible compensará totalmente la rebaja del IVA en la franja de bienes de lujo. En este frente concluimos que estuvo bien la menor dispersión en las tasas del IVA, pero vemos como regular la opción de haberse volcado sobre el sistema de imponible. 



La inversión en infraestructura en Colombia 2012-2020 *

Efectos fiscales y requerimientos financieros

Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Nelson Vera **

Introducción

En los últimos años se ha ido desarrollando un amplio consenso sobre el pesado lastre que representa la carencia de adecuada infraestructura en Colombia para los propósitos de lograr acelerar el crecimiento hacia el 6% anual de forma sostenida (respecto del 4.5% que se observa actualmente por quinquenios) y para incrementar la productividad multifactorial hacia un mínimo del 2% (respecto del promedio histórico reciente del 1% anual). Ya es común observar las bajas escalas que registra Colombia en materia de calidad de la infraestructura a nivel mundial.

Problemas de índole fiscal, jurídicos y ambientales han venido retrasando dicha inversión en infraestructura, la cual ha promediado cerca de un 3.2% del PIB por año durante la última década, siendo uno de los sectores más afectados el de transporte, donde el promedio ha sido del 1% del PIB (ver gráfico 1). Entidades multilaterales, como el BID, y el Banco Mundial (ver Moreno, 2011 y Fay & Morrison, 2007), han venido recomendando que Colombia eleve dicha inversión a cerca del 6% del PIB por año durante

la próxima década para ponerse al día frente a semejante rezago histórico. La Administración Santos ha identificado la infraestructura como un pivote clave para acelerar el crecimiento y aprovechar la concreción de diversos TLCs (incluyendo los ratificados con Estados Unidos y la Unión Europea). En particular, cabe aplaudir los avances en materia regulatoria, a saber: i) fortalecimiento institucional mediante la creación del Viceministerio de la Infraestructura (decretos 087-088 de 2011) y la Agencia Nacional de

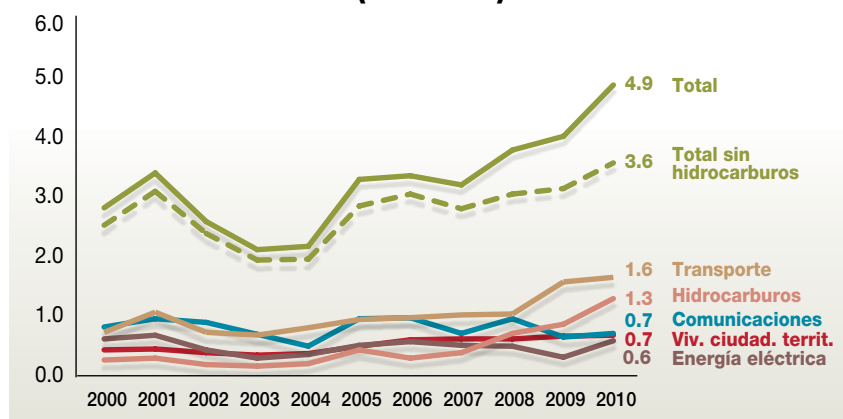
Infraestructura, ANI (Decreto 4165 de noviembre de 2011); ii) mejoras en el régimen de contratación, prohibiendo los anticipos y evitando que las adjudicaciones se dieran a “precios

* Este documento corresponde a una versión resumida del realizado por Anif para la Comisión de Infraestructura, cuyas recomendaciones fueron divulgadas en noviembre de 2012.

** Director, subdirector e investigador de Anif respectivamente.
Email: sclavijo@anif.com.co



Gráfico 1. Inversión en infraestructura 2000-2010 (% del PIB)



Fuente: cálculos propios con base en MHCP, DNP y Ministerio de Transporte.

depredadores”; iii) implementación de políticas adecuadas de maduración-estructuración de los proyectos, requiriendo estudios en Fase 3 para las obras públicas (ver Granados, 2012); y iv) promulgación de la Ley 1508 de 2012 (sobre Asociaciones Público Privadas, APPs), las cuales podrían jugar un papel importante en el “despertar” del sector de infraestructura de transporte en el futuro inmediato (ver Anif, 2012).

Sin embargo, a pesar de dichos avances normativos, todavía persisten cuellos de botella principalmente derivados de problemas en: i) la adquisición de predios, sin existir mecanismos jurídicos adecuados para expropiar los terrenos necesarios a precios razonables (en línea con lo declarado en el impuesto predial); ii) problemas

mientos expeditos de expropiaciones para realizar la adquisición predial y la creación de una Comisión de Regulación en Transporte; iii) la definición de procedimientos claros y ágiles para el trato con minorías-comunidades, incluyendo compensaciones definidas y actualizaciones de los registros de los grupos étnicos, por fuera de los cuales no se podrían realizar reclamaciones; iv) la adopción de estándares previos y claros que permitan realizar los trámites de licencias ambientales bajo condiciones de seguridad jurídica; v) la creación de una Comisión Intersectorial de Infraestructura que actuaría como coordinadora entre los diferentes organismos del Estado (Mininterior, en lo concerniente a comunidades; ANLA-licencias ambientales); y vi) contar con los

la misma Comisión acepta que estas soluciones tomarían años, con lo cual en el corto plazo seguiremos con este fatal rezago en infraestructura, aun con el paquete de nuevas concesiones que ha venido pregonando la ANI. Ello con el agravante de la entrada en vigencia de múltiples acuerdos comerciales dejándonos en desventaja competitiva. Este escrito realiza un inventario de los proyectos de infraestructura incluidos en el Plan Nacional de Desarrollo y complementa dicha información con las actualizaciones más recientes que viene manejando el gobierno al corte de mediados de 2012. Dicho inventario incluye una especie de “auditoría” para asegurarnos de que los grandes proyectos y sus cronogramas aparecen debidamente incluidos en las simulaciones sobre su impacto fiscal y sus requerimientos de financiamiento, tanto de recursos públicos como privados, cubriendo el período 2012-2020. El objetivo central es tener claro el cronograma de dichos requerimientos de inversión y sus posibles fuentes de financiamiento a nivel macrofinanciero, dados unos objetivos de estabilidad fiscal.

“ A pesar de los avances normativos, todavía persisten cuellos de botella principalmente derivados de problemas en: i) la adquisición de predios; ii) problemas con minorías-comunidades; y iii) problemas con las licencias ambientales de la ANLA. ”

con minorías-comunidades, en donde éstas se terminan desplazando a los sitios por donde pasarán las obras; y iii) los problemas con las licencias ambientales de la ANLA, siendo el caso más sonado el de la Ruta del Sol tramo 1.

Es precisamente en estos temas que el reciente Informe de la Comisión de Infraestructura centra sus recomendaciones, destacando entre otros: i) la consolidación de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) como estructurador de los proyectos, a manera de tenerlos ojalá en fase 3, y dejando a la ANI las tareas de adjudicación-licitación; ii) una Ley de urgencia de infraestructura, detallando procedi-

trámites de licencias ambientales y predios previo a la licitación de los proyectos, en donde esto sería una responsabilidad del Estado al poseer mejores herramientas para llevarlos a cabo (ver Comisión de Infraestructura, 2012).

Concordamos con estas recomendaciones, sobre todo en otorgar los trámites de licencias ambientales-predios al gobierno bajo una entidad coordinadora, pero nos preguntamos cómo se hará para evitar los palos en la rueda introducidos vía tutelas en dichos trámites prediales y en las negociaciones con algunas minorías que “siempre resultarán excluidas” de dichos censos. Adicionalmente,

La inversión pública en infraestructura del período 2012-2020

Según cifras del DNP, los recursos proyectados para inversión hasta el año 2020 llegarían a los \$112 billones. Esta cifra estaría dividida en los sectores de vivienda, ciudad y desarrollo territorial (\$16.6 billones, 15% del total), inversión en tecnologías de información y comunicación (TICs, \$9.9 billones, 9%), transporte urbano (\$8.4 billones, 8%), minas y energía (\$13.7 billones, 12%) y transporte (\$63.7 billones, 57%). El sector de vivienda, ciudad y desarrollo territorial incluye recursos para inversión en vivienda por casi \$13.5 billones (0.2% del PIB de 2012-2020). Allí estaría incluido el recientemente

aprobado plan de la Administración Santos para entregar 100.000 casas VIP gratis a la población más vulnerable (requiriendo \$700.000 millones anuales hasta el año 2014 y con miras a extenderse según declaraciones oficiales).

Los recursos referidos al transporte urbano ascienden a \$8.4 billones, un 0.1% del PIB de 2012-2020, y figuran en cabeza del Ministerio de Hacienda. Para el sector de minas y energía se tienen previstas inversiones por \$13.7 billones (0.2% del PIB de 2012-2020). Allí, se tendrían inversiones en minería e hidrocarburos por \$9.7 billones (principalmente en cabeza de la ANH y la recién creada Agencia Minera) e inversiones en el sector eléctrico a través de los fondos de fomento de inversiones de este tipo (FOZNI, FAER, PRONE y FOES).

Finalmente, en el sector de transporte se tendrían inversiones por casi \$64 billones (0.8% del PIB de 2012-2020) clasificadas (según DNP) en: i) mantenimiento vial (\$9.8 billones); ii) grandes proyectos (\$32 billones); iii) conectividad regional (\$13 billones); y iv) transporte férreo, fluvial, aéreo y portuario (\$8.7 billones).

Establecido este “escenario base” de inversiones en infraestructura, en la próxima sección realizaremos una especie de auditoría a estas cifras con el fin de evaluar los grandes proyectos que se estarían quedando por fuera de estas proyecciones “oficiales” del DNP. Producto de dicha auditoría, estableceremos un escenario “ambicioso” de inversión pública en infraestructura

Escenario “ambicioso” de inversión pública en infraestructura

Al revisar las cifras de inversión pública obtenidas del DNP, encontramos que el sector de vivienda, ciudad y desarrollo territorial no contemplaba



recursos para la descontaminación del río Bogotá. Recientes estimaciones tasan las necesidades de este proyecto en \$900.000 millones, en donde la totalidad de recursos provendría del gobierno. Al tener en cuenta el costo de la descontaminación del río Bogotá, la proyección de inversión pública en este sector pasaría a \$17.5 billones (vs. los \$16.6 billones anteriores, en el escenario del DNP).

Al revisar el rubro de inversión en transporte urbano, encontramos que faltaban recursos por cerca de otros \$900.000 millones en los proyectos de SITM de Medellín, Cartagena y en algunas ciudades intermedias (SETP). En los proyectos de movilidad de Bogotá, tan sólo estaban incluidas partidas por \$1.5 billones frente a un costo total del metro del orden de los US\$2.500 millones (alrededor de \$4.5 billones), donde el 70% (\$3.2 billones) estaría a cargo de la Nación. Así, el faltante no incluido en las proyecciones de inversión pública sería de unos \$1.7 billones. Al ajustar las cifras de

inversión pública en transporte urbano por estos dos rubros (faltantes SITM-SETP y metro de Bogotá), estaríamos incrementando dicha inversión en \$2.6 billones, llegando a unos \$11 billones. En el rubro de inversión en infraestructura minero-energética, el grueso del faltante proviene de la no inclusión de las grandes hidroeléctricas (Porce 4, Quimbo, Hidroituango). Según nuestras estimaciones, en este rubro se requeriría un total de \$6.7 billones, en donde el 52% serían recursos públicos. Así, por este rubro estaríamos añadiendo unos \$3.5 billones a la estimación de inversión pública del DNP. Con base en las participaciones inferidas del Plan Nacional de Desarrollo (PND), se estiman contribuciones públicas menores en inversiones en oleoductos (\$1 billón de un total de casi \$30 billones). Al incorporar estos faltantes, la inversión pública minero-energética se incrementaría en cerca de \$4.5 billones frente a las cifras del DNP, llegando a los \$18.2

billones para el período 2012-2020. En el rubro de transporte fue donde encontramos las proyecciones más completas y detalladas, tales como el conjunto de concesiones existentes referidas a la Ruta del Sol, la Transversal de las Américas, la malla vial del Valle del Cauca, la vía Bogotá-Villavicencio, el primer Túnel de La Línea, entre otras. Ellas suponen gasto público por valor de \$21 billones (de un total de \$40 billones). Igualmente encontramos recursos para la nueva

“ Al sumar todos los faltantes identificados en la proyección original de inversión para el período 2012-2020, la proyección de inversión pública “ambiciosa” llegaría a los \$138.8 billones (1.7% del PIB del período 2012-2020). ”

ola de concesiones que está anunciando la ANI por valor de \$13 billones (de un total de \$40 billones).

Los faltantes en la inversión de transporte se derivan de la no inclusión de la participación pública en las Autopistas de la Montaña (\$10 billones, de un total de \$16 billones) y de una porción (cercana a los \$7.9 billones) en importantes inversiones férreas como la construcción del ferrocarril del Carare-adequación del ferrocarril central (\$5-7\$ billones) y la construcción de la salida al mar, vía Ciénaga. Tampoco estaban contemplados los recursos públicos para la navegabilidad del río Magdalena (alrededor de \$600.000 millones de una inversión total de \$800.000 millones). Al incorporar estos faltantes, entre otros, la proyección de inversión pública en transporte pasaría de los anteriores \$63.7 billones a \$82.2 billones para todo el período 2012-2020.

Al sumar todos los faltantes identificados en la proyección original de inversión para el período 2012-2020, se tiene un total de más de \$26 billones en donde el grueso proviene del sector de transporte (\$18.5 billones), segui-

do por el sector minero-energético (\$4.5 billones). Incorporando los mencionados recursos, la proyección de inversión pública “ambiciosa” llegaría a los \$138.8 billones (1.7% del PIB del período 2012-2020), una diferencia de casi el 24% respecto de la proyección original.

Estimación de la inversión total (pública + privada) en infraestructura del período 2012-2020

Para establecer la totalidad de la inversión en infraestructura adoptamos matrices de participación público-privada por sectores, donde no contábamos con los detalles de los proyectos. Algunas de ellas fueron inferidas del Plan Nacional de Desarrollo (PND) y otras nos fueron señaladas por el DNP, la ANI o los respectivos ministerios. Así, el total de las inversiones privadas ascendería a cerca de \$126 billones a lo largo del período 2012-2020 (1.6% del PIB por año). Lo anterior, unido a la mencionada proyección de inversión pública en infraestructura (1.7% del PIB en promedio), arroja un total de inversión consolidada (pública+privada) del orden de los \$264.8 billones a lo largo del período en cuestión (3.3% del PIB por año en promedio durante 2012-2020), ver cuadro 1. Para el detalle micro de las proyecciones-proyectos, ver Clavijo *et al.*, 2012.

El gráfico 2 muestra cómo estarían distribuidos los flujos de los recursos mencionados a lo largo del tiempo. Mientras que en 2010-2011 se observaron inversiones en infraestructura en el rango 4.6%-4.9% del PIB por año, durante 2012-2013 se promediaría tan sólo un 3.7% del PIB por año. El auge de las inversiones en infraestructura se daría en los años 2014-2017, llegando al 4.2% del PIB en 2014, pero después descendería paulatinamente hasta cerrar la década con sólo un 2.3% del PIB,



ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

ALI
ANIF LEADING INDEX

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Un Mundo de Conocimiento
La Fortaleza de la Inversión

PRINCIPALES INDICADORES LÍDERES PARA EL PAÍS



ALI provee mensualmente un completo análisis sobre la dinámica de los principales indicadores de alerta anticipada de la economía colombiana y en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre incluye un pronóstico del crecimiento trimestral del PIB.

SUSCRÍBASE

ANIF • Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Calle 70A No. 7-86. Teléfonos: 310 1500 - 310 1860
Línea gratis fuera de Bogotá 01 800 0119907.
Correo electrónico: mivanegas@anif.com.co. www.anif.co

Cuadro 1. Inversión Pública en infraestructura
Cifras DNP vs. escenario ambicioso
Total 2012 - 2020

Sector	Pública		Privada		Total	
	\$ millones	Pond.	\$ millones	Pond.	\$ millones	Pond.
Vivienda	17.471.098	52.5	15.828.201	47.5	33.299.299	12.6
Inversión pública en TICs	9.872.992	52.5	8.944.584	47.5	18.817.576	7.1
MHCP - Transporte Urbano	11.016.187	78.6	3.000.000	21.4	14.016.187	5.3
Minas y energía	18.215.399	36.5	31.683.387	63.5	49.898.786	18.8
Transporte	82.205.182	55.2	66.602.968	44.8	148.808.150	56.2
Total	138.780.858	52.4	126.059.140	47.6	264.839.998	100%
% del PIB						
prom. anual implícito	1.7%		1.6%		3.3%	

Fuente: cálculos propios con base en MHCP, DNP y Ministerio de Transporte.

lo cual indica que seguramente existe espacio para incrementar los planes de inversión en el período 2018-2020 y hacia adelante.

En el rubro de infraestructura de transporte (incluyendo transporte urbano) es donde se observa un mayor repunte, elevándose del 1% del PIB durante 2010-2011 al 2% del PIB en 2013 y al 2.7% del PIB en 2014 (año pico), tal como lo ha venido anunciando la ANI, pero incluyendo aquí los recursos destinados al transporte urbano. Sin embargo, inclusive en 2015-2016 habría un ligero descenso respecto de ese pico del 2.7% del PIB en 2014 y ya para 2017-2020 se tendría una retracción importante hacia valores de tan sólo un 1.3% del PIB, inferiores a los de 2010-2012. Es evidente entonces que se requieren mayores esfuerzos en materia de planeación-estructuración de proyectos de infraestructura vial si realmente se quiere que Colombia mantenga ese ímpetu de modernización vial, especialmente en el horizonte 2016-2020.

La inversión en infraestructura petrolera pasaría del equivalente al 1% del PIB en 2010-2011 a cerca del 0.7%-0.8% del PIB durante 2012-2016 (excluyendo, como corresponde aquí, los proyec-

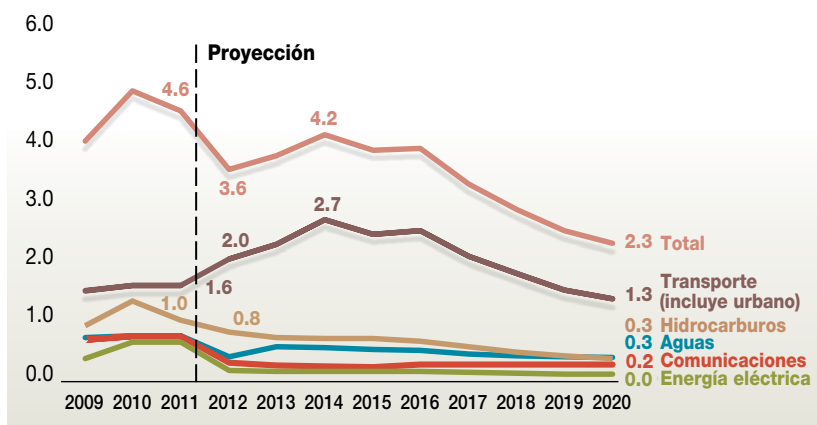
tos relacionados directamente con la producción de petróleo-refinerías). De hecho, para el año 2020 sólo figura una inversión en infraestructura petrolera equivalente al 0.3% del PIB.

De manera similar, las inversiones en las hidroeléctricas identificadas hasta la fecha tampoco serían suficientes para mantener la inversión en infraestructura eléctrica en los niveles recientes. Mientras que ésta ascendió al 0.6% del PIB en 2010-2011, tan sólo estaría llegando al 0.1% del PIB

durante 2012-2020, a pesar de estarse incluyendo los proyectos de Porce 4, Quimbo e Hidroituango.

Así, la inversión total en infraestructura estaría promediando un 3.7% del PIB por año durante 2012-2013, elevándose ligeramente al 3.8% del PIB en 2014-2017. Como ya lo mencionamos, durante el período 2018-2020 dicha inversión se estaría reduciendo a sólo 2.5% del PIB por año, señal de la importancia de planear-estructurar nuevos proyectos para

Gráfico 2. Inversión en infraestructura 2009-2020
(% del PIB)



Fuente: cálculos propios con base en MHCP, DNP y Ministerio de Transporte.

mantener el ritmo de modernización en infraestructura que requiere el país.

Efecto fiscal de la inversión en infraestructura: proyección del déficit del Gobierno Central (GC) durante 2012-2020

Cabe preguntarse ahora por la viabilidad fiscal-financiera de ese inventario de las inversiones en infraestructura antes discutido. ¿Qué tan viable es que las fuentes de financiamiento internas-externas alcancen a sufragar inversiones en infraestructura por valor de \$264.8 billones, un 3.3% del PIB promedio anual durante 2012-2020, sin alterar el curso del déficit del Gobierno Central (GC) que busca llevarse a un umbral cercano al 1%-2% del PIB? ¿Cuál es el impacto que ello puede tener sobre la necesidad de financiamiento “habitual” de las firmas y los hogares respecto de sus fuentes tradicionales, tales como la cartera del sistema financiero, la emisión de bonos corporativos, la colocación primaria de acciones y, por supuesto, la colocación de TES para financiar el déficit fiscal y la renovación de las amortizaciones?

Para responder estas preguntas, nos hemos basado en las perspectivas fiscales del GC durante 2012-2020 contenidas en Clavijo *et al.* (2013). Aquí la idea es ver cuanto más se estaría presionando dicho déficit del GC por cuenta de estos planes de inversión pública en infraestructura en dicho horizonte, que como vimos representa \$138.8 billones, a razón del 1.7% del PIB promedio anual durante 2012-2020, donde sólo una porción estaba contemplada a través de las llamadas “vigencias futuras”. Con base en el escenario “ambicioso” de inversión, antes discutido, estaremos posteriormente discutiendo la eventual holgura o estrechez de financiamiento macroeconómico, según las

diferentes fuentes de financiamiento externo-interno.

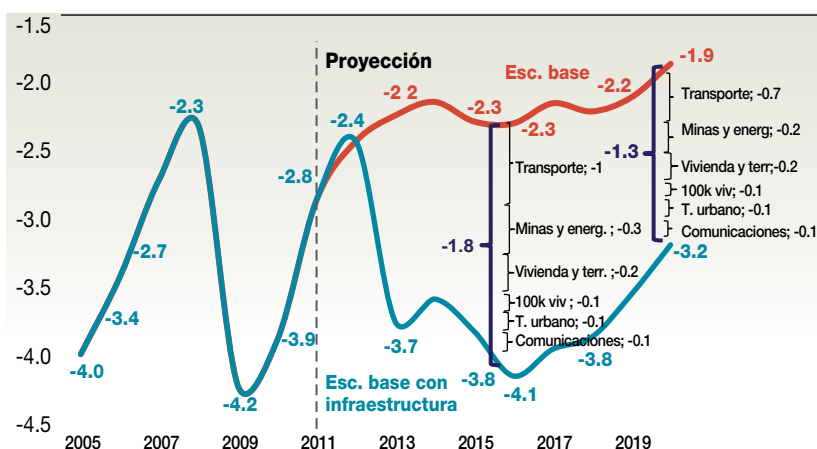
En promedio, el déficit fiscal consistente con dichas inversiones se vería presionado al alza en cerca del 1.6% del PIB, descontando los rubros de inversión (vigencias futuras) ya incluidos en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Estas necesidades de gasto las aplicamos al escenario fiscal descrito en Clavijo *et al.*, 2013. Allí, el déficit fiscal promediaría un 2.5% del PIB, consistente con: i) un crecimiento promedio de la economía del 4.6% anual; ii) una producción de hidrocarburos llegando a los 1.6mbd al final de la década (incluyendo petróleo y gas-equivalente), suponiendo un precio promedio de petróleo de US\$90/barril durante 2012-2020, donde la “cesta-Colombia” recibiría US\$80/barril; iii) elasticidades promedio de impuestos de IVA-Renta del 1.5%-1.9%, llevando a ingresos tributarios

del 13.9% del PIB (promedio anual) en cabeza del GC; y iv) un escenario de gasto total promedio del 18.2% del PIB por año. Todo lo anterior es consistente con un balance primario promedio cercano al equilibrio para el GC y un stock de deuda del GC cerrando la década en un 32% del PIB (mayores detalles en Clavijo *et al.*, 2013), ver gráfico 3. Así, al incluir los gastos en infraestructura, el déficit del GC se elevaría de valores promedio del 2.2% del PIB hacia valores del 3.8% durante 2012-2020.

Nótese que el costo fiscal alcanza su máximo valor en 2016 (1.8% del PIB), hasta elevar el déficit del GC al 4.1% del PIB. Allí, el sector de transporte explicaría cerca de un punto del PIB de presión fiscal adicional, mientras que los sectores de minas-energía (0.3%), vivienda y gasto territorial (0.2%) explicarían otra parte de esas necesidades fisca-

“ En promedio, el déficit fiscal consistente con dichas inversiones se vería presionado al alza en cerca del 1.6% del PIB, descontando los rubros de inversión (vigencias futuras) ya incluidos en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. ”

Gráfico 3. Déficit fiscal escenario base vs. déficit con infraestructura (% del PIB)



Fuente: cálculos propios con base en MHCP, DNP y Ministerio de Transporte.

les. Al finalizar la década, la presión fiscal adicional sería del 1.3% del PIB, elevando el déficit al 3.2% del PIB. Una vez más, la mayor parte del efecto fiscal se explicaría por el sector de transporte (0.7% del PIB), seguido por los sectores de minas y energía (0.2% del PIB) y vivienda-gasto territorial (0.2% del PIB).

Fuentes y usos: financiamiento macroeconómico para la inversión en infraestructura

Las fuentes de financiamiento macroeconómicas se pueden dividir entre internas y externas. A su vez, éstas tienen sus diferentes instrumentos financieros, tales como la emisión de bonos (públicos o privados), emisión de acciones, crédito del sector financiero, inversiones de largo plazo (IED) o de corto plazo (*offshore*). Con base en las proyecciones de las fuentes y usos de Clavijo *et al.*, 2012, indagamos sobre el espacio de financiamiento para la infraestructura a lo largo de la década.

Analizaremos el financiamiento anual promedio en tres distintos períodos de inversión en infraestructura: 2012-2013 (despegue), 2014-2017 (auge) y 2018-2020 (regreso a promedios históricos de baja inversión). En 2012-2013, los requerimientos de recursos llegarían al 15.1% del PIB, incluyendo un 1.8%-1.9% del PIB en infraestructura privada-pública (nótese cómo un 0.5% del PIB de la inversión pública está contenida en los recursos destinados a financiar el déficit público). Los requerimientos públicos llegarían al 6% del PIB (3.6% del PIB de amortizaciones y otro 2.4% del PIB de déficit

fiscal). En ese año, el crecimiento anual de la cartera llegaría a requerir recursos por un 4.9% del PIB, ver gráfico 4.

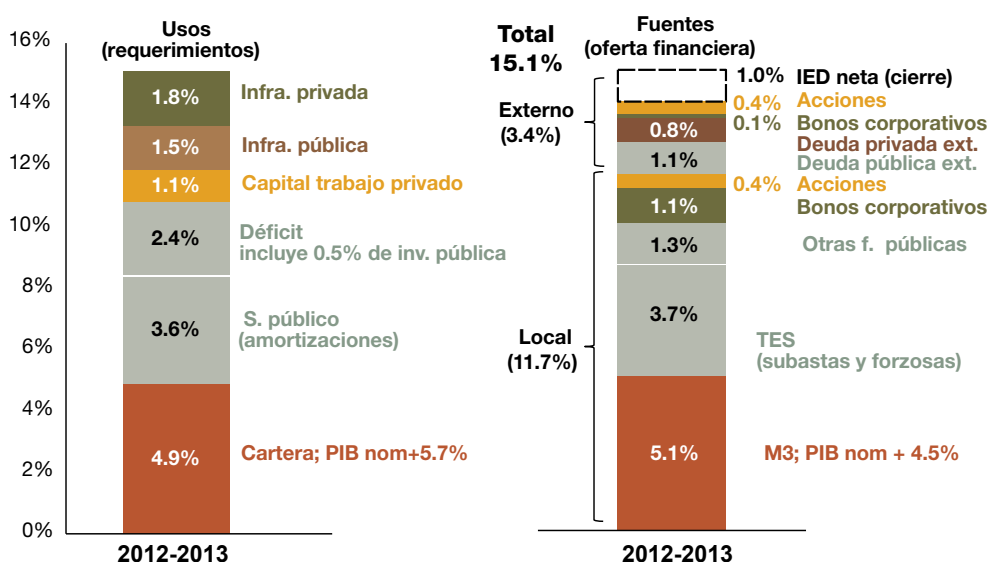
Para sufragar dichos requerimientos, se cuenta con recursos internos por un 11.7% del PIB. Ellos incluyen recursos por un 5.1% del PIB correspondientes al crecimiento anual del M3 (4.9% del PIB), subastas de TES y otras fuentes públicas (5% del PIB) y emisiones de bonos-acciones adquiridas por residentes nacionales (1.1%-0.4% del PIB respectivamente). Las fuentes externas proveerían un 3.4% del PIB (1.1%-0.8% del PIB de deuda pública-privada externa y un 0.5% de emisiones de bonos-acciones adquiridos por extranjeros), en donde la variable de cierre es la IED neta requerida (un punto del PIB en este caso).

En el período 2014-2017, los requerimientos de recursos se incrementarían al 16.2% del PIB/año, principalmente por mayores requerimientos del sector público (tanto para déficit como para amortizaciones y otros) y por incrementos de gasto para infraestructura (en línea con la concentración de los flujos de inversión de transporte en

dicho lapso). Así, el sector público estaría requiriendo recursos por el 6.8% del PIB (2.7% del PIB de déficit y 4.1% del PIB en amortizaciones). El gasto en infraestructura para 2014-2018 promediaría un 3.8% del PIB (1.9% del PIB pública-1.9% del PIB privada), mientras los requerimientos para atender el crecimiento de la cartera y el capital privado de las empresas llegarían al 4.7% del PIB y al 1.1% del PIB.

Para sufragar dichos requerimientos, se contaría con fuentes de recursos locales por un 12.6% del PIB, en donde el incremento anual del M3 aportaría un 5.3% del PIB, el sector público aportaría un 5.6% del PIB (4.2% en subastas de TES y 1.4% en otras fuentes públicas) y las emisiones de bonos-acciones adquiridas por residentes nacionales aportarían un 1.6% del PIB. Las fuentes externas llegarían al 3.7% del PIB en promedio en 2014-2017 donde se requeriría un 1.3% de IED neta para cerrar las cuentas del modelo (las fuentes externas restantes no sufren cambios sustanciales respecto a sus valores de 2012-2013).

Gráfico 4. Financiamiento Total 2012-2013 (% del PIB)



Fuente: cálculos propios con base en MHCP, DNP y Ministerio de Transporte.

En el período del final de la década (2018-2020), los recursos requeridos permanecen casi inalterados (16.1% del PIB) respecto a 2014-2017 por dos efectos contrarios. Por un lado, estaría el relativo secamiento del “pipeline” (2.5% del PIB, donde la participación privada es del 1.1% del PIB) y el menor requerimiento del sector público (6% del PIB, donde el déficit volvería al 2.4% de comienzos de década). Pero, de otro lado, estarían las necesidades de mayores requerimientos de la expansión crediticia (6.3% del PIB) y del capital de trabajo privado (1.2% del PIB). Para sufragar dichos requerimientos se cuenta con un 12.9% de recursos internos en cabeza del crecimiento anual del stock de M3 (+6.1% del PIB), el sector público (4.9% del PIB; 3.7% del PIB atribuibles a subastas de TES) y un 1.8% del PIB en emisiones de bonos-acciones. Ello deja al sector externo con una carga del 3.2% del PIB, consistente en un punto del PIB en aumentos de deuda pública externa, un 0.7% en aumentos de deuda pública privada y un 0.5% del PIB en recursos provenientes de compras de bonos-acciones por parte de extranjeros. Con todo esto, se necesitaría un punto del PIB en IED neta para cerrar el modelo, lo cual bien podría darse en un año de buen desempeño macroeconómico.

En síntesis, nuestras simulaciones del financiamiento de la economía colombiana 2012-2020 sugieren que la inversión en infraestructura proyectada podría ejercer una presión adicional en las fuentes de recursos de un 1.1% del PIB en promedio, lo cual podría solventarse por la vía de los flujos de IED neta.

A futuro, las perspectivas de expansión regional de la economía (en cabeza de adquisiciones por parte del sistema financiero) sugieren que la inversión de colombianos en el exterior podría mantenerse elevada, en el rango 2.5%-3.5% del PIB. Ello pone de presente la necesidad de atraer IED bruta por montos en el rango 3.5%-4.5% del

PIB de manera sostenida con el fin de lograr la cifra requerida de IED neta a lo largo de todo el período 2012-2020. Para ello será crucial que Colombia no sólo mantenga su “grado de inversión”, sino que continúe profundizando sus reformas estructurales, todo lo cual le permitirá, a su vez, contar con los recursos necesarios para modernizar su infraestructura y, por esta vía, asegurar crecimientos sostenidos superiores al 6% anual y, ojalá, ganancias en productividad multifactorial superiores al 2% anual.

Conclusiones

Nuestros resultados indican que se requiere una inversión total anual cercana al 3.3% del PIB destinada a financiar los principales proyectos de infraestructura que requiere el país. Un 1.7% del PIB sería de carácter público y el restante 1.6% del PIB de procedencia privada. Así, la inversión total en infraestructura estaría promediando un 3.7% del PIB por año durante 2012-2013, elevándose ligeramente al 3.8% del PIB en 2014-2017. Para el período 2018-2020, dicha inversión se estaría reduciendo a sólo un 2.5% del PIB por año, señal de la importancia de planear-estructurar nuevos proyectos para mantener el ritmo de modernización en infraestructura que requiere el país. Esto significaría que el impacto fiscal de dicha inversión sería del 1.6% del PIB en promedio en la década, con un pico en el año 2016. En dicho año, el efecto fiscal proveniente del sector transporte llegaría al 1% del PIB (63% del total), mientras que los sectores de minas y energía y vivienda y territorio explicarían un 0.3% del PIB y un 0.2% respectivamente. Finalmente, en términos de financiamiento encontramos que, para mantener el funcionamiento regular de la economía y financiar el gasto adicional requerido en infraestructura, se necesitan fuentes de financiamiento adicional por un 1.1% del PIB en promedio entre 2012 y 2020. ANIF



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2012). “Infraestructura y las asociaciones público privadas”. *Informe Semanal No. 1125*. Junio de 2012.
- Clavijo, S., Vera, A. y Vera N. (2012). “La Inversión en Infraestructura 2012-2020: Efectos fiscales y Requerimientos Financieros. Documento elaborado por encargo de la Comisión de Infraestructura. Julio de 2012.
- Clavijo, S., Vera, A. y Vera N. (2013). “Estructura Fiscal de Colombia y Ajustes Requeridos (2012-2020)”. Premio a la investigación Germán Botero de los Ríos 2011, administrado por Fedesarrollo.
- Comisión de Infraestructura (2012). “Informe de la Comisión de Infraestructura”. Octubre de 2012.
- Fay, M. y Morrison, M. (2007). “Infraestructura en América Latina y el Caribe: acontecimientos recientes y desafíos principales”. Banco Mundial, 2007.
- Granados, J.C. (2012). “Retos e inversiones en infraestructura”. *Revista Carta Financiera de ANIF No. 158*. Abril-Junio de 2012.
- Moreno, L.A. (2011). Exposición realizada en el 8vo Congreso de Infraestructura. Cartagena de Indias, Colombia. Noviembre de 2011.



Financiamiento privado de la Infraestructura de Transporte en Colombia

Guillermo Perry y Bernardo Vargas *

La infraestructura de transporte se ha convertido en un cuello de botella para el crecimiento de la economía colombiana. Colombia comparte con Brasil y Perú los últimos puestos en los rankings internacionales en esta materia (cuadro 1). Esta situación se debe a tres factores: (1) bajos niveles de inversión; (2) debilidades institucionales y (3) deficiencias en los contratos de concesión y su manejo.

El actual gobierno ha estado tratando de recuperar el tiempo perdido, aumentando los recursos presupuestales para el sector, creando nuevas instituciones como la ANI y la Comisión Intrasectorial de Infraestructura, reforzando y/o redireccionando instituciones existentes como es el caso del paso de la FEN a la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) y mejorando los contratos de concesión y su manejo (Ley de APPs). La ANI está preparando un ambicioso programa de concesiones de Cuarta Generación, que requiere aportes sustanciales de financiamiento privado (gráfico 1), y el Banco Mundial ha estado asesorando al gobierno en el diseño de un bono de infraestructura que permita movilizar recursos cuantiosos del mercado de capitales. Finalmente, el gobierno creó una Comisión de Infraestructura de alto

nivel para aconsejarlo sobre todos estos temas. La Comisión rindió su Informe en noviembre pasado y el gobierno ha expresado la intención de desarrollar sus principales recomendaciones. En esta nota resumimos las sugerencias de la Comisión, de la cual los autores fueron miembros, con respecto al tema de financiamiento.

Prerrequisitos para la movilización masiva de recursos del mercado de capitales

El financiamiento privado dependerá de la calidad de los proyectos y los contratos de concesión. En consecuencia, la Comisión recomendó sólo licitar en el futuro proyectos que cuenten con estudios en Fase 3 (la Cuarta Generación se está haciendo con estudios en Fase 2, lo cual ya es un avance sobre lo que sucedió en los últimos diez años) y crear un Fondo de Financiamiento de Proyectos de Inversión para que haya

* Profesor e investigador de la Universidad de los Andes y socio de Nogal Asesorías, respectivamente.
E-mail: gperry@uniandes.edu.co.

siempre un *pipeline* suficiente del cual poder escoger. Asimismo, recomendó crear un grupo con capacidad técnica suficiente para estructurar proyectos en la Financiera de Desarrollo Nacional (antes FEN), el cual podría prestar este servicio tanto a la ANI como a las entidades territoriales (y eventualmente a proyectos de infraestructura en sectores diferentes al de transporte).

La Ley de APPs estableció lineamientos que permitirán diseñar mejores contratos de concesión. Entre ellos, cabe destacar: (1) la exigencia de un aporte de capital considerable por parte del concesionario (que se espera sea un gestor con capacidad financiera suficiente para afrontar al menos parcialmente el riesgo del proyecto, más que un constructor en busca de fondeo), con el objeto de alinear sus incentivos con los del Estado; (2) las limitaciones al monto y número de renegociaciones admisibles; (3) la emisión de certificados de pago amparados por vigencias futuras cuando se cumplen hitos de construcción (entrega de unidades funcionales) y el hecho de que los pagos de los certificados estarán condicionados a la verificación de la disponibilidad de la vía y la calidad del servicio, con lo cual el concesionario tendrá más interés en que la vía esté bien construida, operada y mantenida.

La Comisión estimó que estos lineamientos darán origen a contratos de concesión modernos y financiados a través del mercado de capitales, en donde el contratista asume plenamente los riesgos de construcción, mantenimiento y mercado y el gobierno los trámites burocráticos y los riesgos regulatorios, siempre y cuando se cumplan una serie de condiciones, a saber:

- Como ya se dijo, que los proyectos tengan estudios en Fase 3, o sea que incluyan ingeniería de detalle, planes de ejecución de obra, presupuestos de costo y especificaciones

documentales para la estructuración de la obra.

- Que las consultas con comunidades se hayan surtido y las licencias ambientales se hayan otorgado antes de licitar. Estos riesgos regulatorios los debe asumir el gobierno, como se hace en los países avanzados. En Colombia, ante la incapacidad inveterada de coordinación entre entidades del Estado, se les han pasado a los concesionarios. Lo mismo debe suceder, en principio, con la adquisición de predios, ya que es el Estado el que puede decretar expropiación a un propietario renuente. Debe recordarse que las consultas, las licencias ambientales y la adquisición de predios son hoy

mantenga la discusión del precio por vía judicial.

- Los pagos efectivos de los certificados de pago amparados por vigencias futuras deben extenderse sobre la vida útil del proyecto.
- El contrato debe definir claramente lo que constituye indisponibilidad o calidad deficiente de servicio y especificar la cuantía o porcentaje en que afectarán el pago efectivo de los certificados. Los descuentos deben ser acotados, excepto en el caso de indisponibilidad total, con lo cual debe aplicarse terminación del contrato. Asimismo, la verificación debe hacerla un tercero idóneo. Todo

“ La Ley de APPs estableció lineamientos que permitirán diseñar mejores contratos de concesión: (1) la exigencia de un aporte de capital considerable por parte del concesionario; (2) las limitaciones al monto y número de renegociaciones admisibles; (3) la emisión de certificados de pago amparados por vigencias futuras. ”

por hoy las principales fuentes de demora, sobrecostos y litigios en obras de infraestructura (en adición a la falta de diseño), por esta costumbre facilista del Estado de trasladar sus responsabilidades a los contratistas. La Comisión reconoció, sin embargo, que se requiere desarrollar la capacidad para adquirir predios (preferiblemente mediante terceros especializados) en las entidades contratantes, antes de asumir esta función hoy delegada a los contratistas. Para ello, propuso cambios legales que permitan hacer más expedito el proceso de expropiación, de modo que las obras puedan iniciarse, sin perjuicio a que el dueño del predio

ello para evitar arbitrariedades en contra del concesionario.

- Con este mismo propósito la Comisión propuso eliminar las cláusulas exorbitantes sobre terminación unilateral del contrato, con excepción de la Cláusula de caducidad por incumplimiento. De otro lado, para equilibrar mejor la repartición de riesgos, propuso precisar la disposición legal sobre ‘equilibrio económico’ de los contratos, que hoy en día favorece excesivamente al contratista frente a los intereses del Estado.
- Asimismo, propuso que los seguros y reaseguros deben tomarse

con empresas de alta calificación crediticia (AA como mínimo para los reaseguradores), de modo que haya un cubrimiento real y que las compañías de seguros participen en la debida diligencia de los proyectos.

- Finalmente, se propuso que haya precalificación de contratistas y concesionarios y que la adjudicación se haga siempre por menor valor presente del pago de peajes y vigencias futuras ('precio'). Las ofertas temerarias se desestimularían haciendo más estrictas las garantías de cumplimiento cuando la ganadora tenga un 'precio' considerablemente inferior al precio medio.

Financiamiento privado

El gráfico 1 (Clavijo 2012) muestra las inversiones en infraestructura de transporte futuras según los planes gubernamentales existentes. El gráfico 1 indica que habrá una inversión promedio anual del 1.9% del PIB (2.5% en el año pico), del cual un 1% del PIB será financiado por el sector público y un 0.9% del PIB por el sector privado. Para cumplir estos

planes se requiere una movilización masiva de recursos privados a través de tres mecanismos como mínimo: mayor capital privado invertido directamente en los proyectos por parte de los concesionarios; financiación bancaria local e internacional y recursos del mercado de capitales.

Los principales bancos del país han participado activamente en la financiación de proyectos de infraestructura, a plazos medianos y largos fondeados tanto con depósitos de corto y mediano plazo que presentan grados de estabilidad buenos, como con emisiones de bonos corporativos a mediano y largo plazo, a través de los cuales los bancos se han convertido en intermediarios entre los inversionistas institucionales y los proyectos de infraestructura. Los bancos han desarrollado procedimientos especializados y equipos de análisis para enfrentar la estructuración financiera de proyectos de infraestructura y entienden bien las fuentes de repago existentes (garantías de ingreso mínimo y vigencias futuras), lo que les ha dado capacidad para prestar rápido y a bajo riesgo. Sin embargo, hacia adelante los

volúmenes requeridos pueden ser muy superiores, los concesionarios necesitarán financiamiento de mayor plazo y estarán asumiendo riesgos mayores (ya que los certificados contra vigencias futuras se pagarán sólo si la vía está disponible y dependiendo de la calidad del servicio y los bancos pueden afrontar cambios en la situación de liquidez según el ciclo económico, por exigencias mayores de la regulación (Basilea III) y por mayor competencia a la colocación de bonos de largo plazo). Por estas razones es probable que, a pesar de que los proyectos estarán mejor estructurados y los concesionarios estarán aportando más capital, el financiamiento bancario esperado no sea suficiente y se requiera movilizar recursos cuantiosos del mercado de capitales a través de los bonos de infraestructura de los que se habla más abajo. De otra parte, sería deseable que los bancos fueran inversionistas importantes en el mercado de los nuevos bonos de infraestructura, al menos mientras éste se consolida.

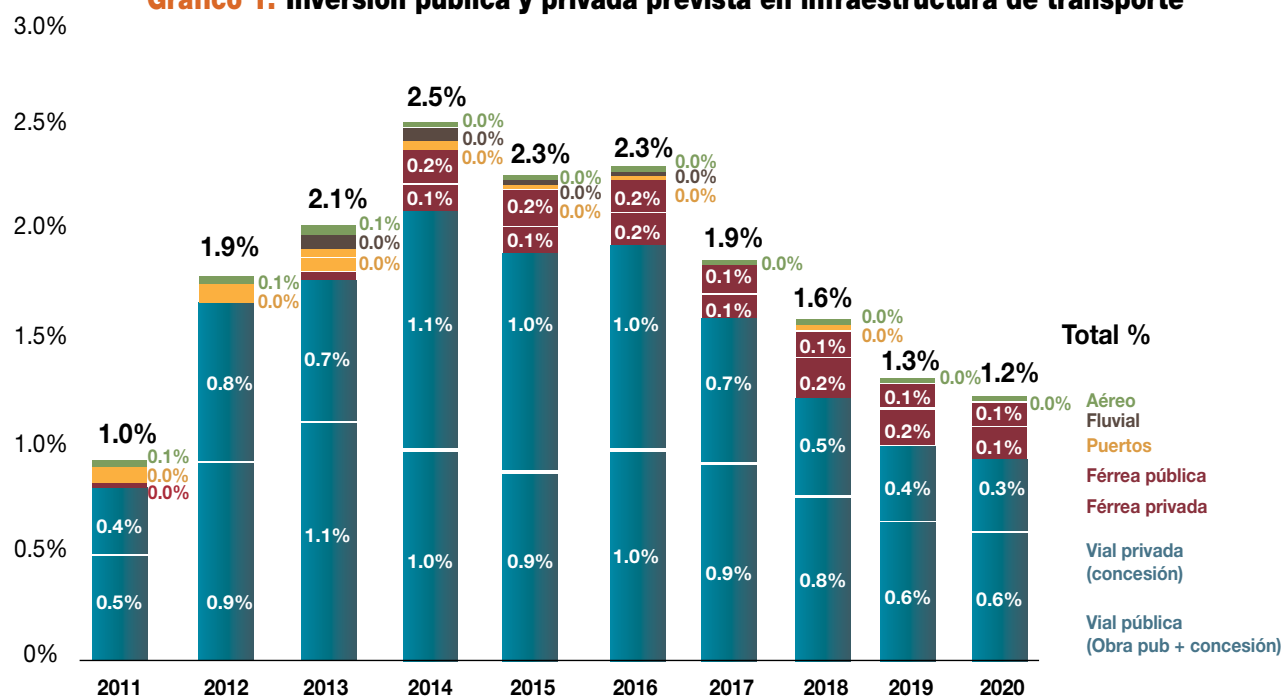
La Comisión presentó varias recomendaciones para asegurar que los bancos continúen financiando la

Cuadro 1. La infraestructura de transporte: un atentado contra la competitividad nacional

País	Infraestructura en general	Red vial	Red férrea	Infraestructura portuaria	Infraestructura aérea
Portugal	1	1	4	5	6
Corea	2	3	1	3	4
España	3	2	2	1	2
Malasia	4	4	3	2	3
Chile	5	5	8	4	5
Turquía	6	6	6	7	7
Suráfrica	7	7	5	6	1
México	8	8	7	8	8
Colombia	9	10	11	10	10
Brasil	10	11	10	11	11
Perú	11	9	9	9	9

Fuente: Foro Económico Mundial, Consejo Privado de Competitividad, 2012.

Gráfico 1. Inversión pública y privada prevista en infraestructura de transporte



Fuente: (Clavijo, 2012).

etapa de construcción de las nuevas concesiones y lo hagan a plazos más largos. En primer lugar, la Comisión estimó que sería deseable crear un mecanismo que permita a los bancos vender créditos de largo plazo antes del vencimiento, con lo cual lograrán otorgar plazos más largos y liberar cartera anticipadamente. En consecuencia, propuso que el gobierno adelantara conversaciones con la CAF y otras multilaterales tendientes a lograr que éstas desarrollen un instrumento mediante el cual otorguen a los bancos una opción de compra anticipada de la cartera (i.e. en cartera a 15 años una recompra en el año 7).

Con el mismo propósito, la Comisión propuso que se desarrollen mecanismos de titularización de cartera. Para ello será necesario estandarizar más los contratos, pagarés y otros documentos legales. Los títulos podrían ser empaquetados y llevados al mercado de capitales por la Financiera de Desarrollo Nacional,

la actual Titularizadora Colombiana (que hasta ahora se ha especializado en titularización de hipotecas) o una nueva entidad privada.

A su turno, para que los bancos puedan invertir sumas importantes en los nuevos bonos de infraestructura (ver siguiente sección), sería necesario que los certificados de pago contra vigencias futuras y los propios bonos sean aceptados como garantía admisible por parte de la Superintendencia Financiera. Con el mismo propósito, sería conveniente establecer un Fondo de Liquidez para los nuevos Bonos de Infraestructura, para lograr que dichos instrumentos cuenten con niveles de liquidez requeridos para que bancos y otros inversionistas institucionales puedan invertir en ellos.

El Bono de Infraestructura

La ANI estima necesario captar \$32 billones a través del mercado de capi-

tales en un período de seis años para contribuir al financiamiento de los planes actuales. El instrumento principal para lograr este propósito sería un nuevo Bono de Infraestructura que el gobierno ha estado diseñando con apoyo del Banco Mundial. Los nuevos Bonos de Infraestructura titularizarían los ingresos amparados por los certificados (en una o varias concesiones) y los obtenidos de los peajes.

La Comisión hizo varias recomendaciones para facilitar la adquisición de estos Bonos por parte de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros), bancos e inversionistas individuales.

En primer lugar, recomendó que, satisfecho el requisito de disponibilidad y calidad del servicio, el pago del certificado se haga a un patrimonio autónomo donde los tenedores de bonos sean acreedores senior. Asimismo, propuso que el contrato de emisión del Bono comprometa al concesionario a aportar al patrimo-

nio autónomo recursos para cubrir parte del riesgo no asegurable (el contrato de concesión debe obligarlo a tomar todos los seguros necesarios con reaseguradoras AA, como ya se explicó), para no trasladar a los tenedores de bonos todo el riesgo en que él incurre

Asimismo, advirtió que es necesario estandarizar las cláusulas principales de los Bonos para que tengan suficiente liquidez y que, probablemente, se necesitará emitir complementos de crédito, que podrían ser otorgados por la Financiera de Desarrollo Nacional como se elabora más adelante, para que obtengan calificaciones crediticias altas de forma tal que puedan ser adquiridos por inversionistas institucionales.

Consideró también que debería haber fiducias separadas para peajes y pagos por obras y servicios, con cargo a “vigencias futuras”. En otras palabras, la Comisión recomienda que el Bono no le traslade al inversionista el riesgo por el pago de peajes.

El gobierno debe utilizar todas las herramientas a su alcance para lograr que los actores del mercado de capitales se interesen en él. Ya mencionamos que se debe constituir un Fondo de Liquidez, lo que sería indispensable para que los bancos y los inversionistas individuales se interesen por el Bono. Además, el gobierno debería promover que los fondos de pensiones creen comités con asesores técnicos para evaluar las posibilidades de inversión en infraestructura y determinar que las administradoras de fondos de pensiones no tengan que cargar los costos de la “debida diligencia” a la Comisión de Administración que hoy en día cobran, sino que puedan transferir dicho costo al rendimiento del Fondo. La experiencia peruana demuestra que es muy importante que los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales desarrollen capacidad de *due diligence*, probablemente en

conjunto, para que se conviertan en grandes inversionistas en Bonos de Infraestructura. Por último, es necesario que la Superintendencia reconozca que el Bono no es deuda pública (como obviamente no lo sería), de modo que no compita con los TES en la misma franja del portafolio de los inversionistas institucionales.

Arquitectura institucional

Ya se hizo referencia a la necesidad subrayada por la Comisión de que se cumplan algunos requisitos clave para lograr programas exitosos de infraestructura: la calidad de los contratos de concesión, en conjunto con proyectos bien estructurados; fuentes de financiación públicas y privadas suficientes; un marco legal apropiado y la modernización y el fortalecimiento de las instituciones encargadas del planeamiento, estructuración de proyectos, regulación y ejecución contractual. En relación con este último, la Comisión recomendó diferentes cursos de acción. Propuso fortalecer al DNP en su papel de coordina-

ción técnica con el Mintransporte, la ANI e Invías en el diseño de políticas y planes de inversión; crear una Comisión de Regulación del Transporte; promover un Fondo de Inversión que invierta en estudios y diseños de proyectos de infraestructura en la etapa de preinversión para que el país disponga de un “banco de proyectos” debidamente analizados; la creación de la Comisión Intersectorial de Infraestructura (CII) como ente que garantice el diálogo y coordinación de esfuerzos entre las entidades públicas involucradas

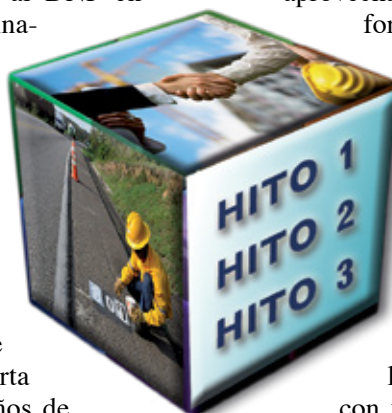
en la infraestructura; y separar las funciones de estructuración de la ANI para que sean encargadas por ella a otras entidades, como la nueva FDN y el Fonade, de tal manera que se concentre en la licitación, adjudicación y seguimiento de los contratos.

La Financiera de Desarrollo Nacional

La FEN o Financiera Energética Nacional, creada en 1982 como Financiera Eléctrica Nacional y reformada en 1990 para servir al sector energético, prestó una efectiva labor de financiación a ese sector por más de veinte años como un banco de desarrollo de primer piso para intermediar recursos del mercado hacia el sector energético. A medida que el sector fue fortaleciéndose institucional y financieramente, su rol disminuyó hasta reducir su actividad de forma significativa. No obstante, el gobierno era consciente de que la FEN contaba con un conjunto versátil de capacidades financieras (tenía capacidad de hacer corporación financiera y fiduciaria) que quiso aprovechar al proponer su transformación en la Finan-

ciera de Desarrollo Nacional mediante el Decreto 4174 de noviembre de 2011. La FDN fue creada por el gobierno con el propósito de que pudiera soportar cualquier sector que lo necesitara, pero

con un énfasis en prestar un apoyo al plan de desarrollo de infraestructura. Se encargó a un grupo de consultores (Cerrito Capital y Nogal Asesorías Financieras) hacer un análisis detallado de experiencias internacionales aplicables a las necesidades locales a través de un banco de desarrollo con la vocación y habilidades de la FDN. Los consultores tra-



bajaron en paralelo y en coordinación con la Comisión de Infraestructura y propusieron un esquema ambicioso, pero enfocado en necesidades claras, algunas ya esbozadas aquí. Se propuso que la nueva FDN entonces tendría bajo su responsabilidad:

- La creación de un equipo de estructuración de proyectos, que pudiera ser contratado por la ANI, o entes regionales o municipales, para ese propósito. La creación de este equipo especializado en la FDN debe contar con las más altas calificaciones técnicas, además de independencia a pre-

- El montaje de un área especializada en la titularización de cartera bancaria de infraestructura.
- Y la facultad de intermediación crediticia de recursos para hacer préstamos al sector como banco de segundo piso mediante mecanismos de redescuento.

Complementos de crédito (“credit enhancement”): diseño y creación de instrumentos crediticios que apoyen y complementen los préstamos de la banca comercial local y/o los bonos emitidos en el mercado nacional tales como:

“ La Comisión recomendó diferentes cursos de acción. Fortalecer al DNP en su papel de coordinación técnica con el Mintransporte, la ANI e Invías en el diseño de políticas y planes de inversión; crear una Comisión de Regulación del Transporte; promover un Fondo de Inversión que invierta en estudios y diseños; la creación de la Comisión Intersectorial de Infraestructura (CII); y separar las funciones de estructuración de la ANI para que sean encargadas por ella a otras entidades, como la nueva FDN y el Fonade. ”

siones políticas y conocimiento sectorial. Para lograrlo, debe tener características jurídicas y de gobierno corporativo equiparables a las del sector privado.

Además de ser un ente estructurador, la FDN debe seguir realizando una labor de apoyo e intermediación financiera mediante tres actividades adicionales:

- La creación y expedición de instrumentos de garantía y complementos crediticios para facilitar el cierre financiero en proyectos financiados con créditos bancarios o instrumentos del mercado de capitales.

- Garantías a riesgos particulares o porciones de un crédito
- Coberturas de primeras o últimas pérdidas
- Garantías de extensión de plazos
- Deuda subordinada

Titularización de cartera bancaria, con el propósito de proveer liquidez a los préstamos de la banca comercial para infraestructura. Con la existencia de la Titularizadora Colombiana, que tiene experiencia específica, es necesario precisar si ésta puede crear un área para cartera diferente a la inmobiliaria o si para este fin la FDN debe construir competencias especializadas en empaquetar este tipo de cartera.

Intermediación de crédito como banco de segundo piso, con el propósito de mitigar el impacto de los ciclos de contracción económica, cuando el sector financiero local puede estar restringiendo el crecimiento de cartera, mediante operaciones de redescuento y jugando un posible rol de intermediación de papeles del mercado de capitales.

Fondo de Preinversión. La FDN podría administrar el Fondo de Preinversión que se mencionó arriba, como base de un “banco de proyectos”, dentro de un esquema similar al que ya opera en países como Brasil.

Para cumplir a cabalidad con las funciones mencionadas de manera efectiva, ágil y con vocación de largo plazo, resulta indispensable garantizar gobierno corporativo adecuado. El Decreto de la FDN ya preveía la posibilidad de que terceros, y en particular agencias multilaterales de crédito, pudieran invertir en el capital de la FDN. Estas agencias, como la CAF, el IFC y otras, ya proveen hoy en día complementos de crédito, usualmente en moneda extranjera, y serían socios muy convenientes para la FDN en el diseño e implementación de este programa en Colombia. Su participación accionaria aseguraría, además, una estructura de gobierno corporativo moderna, que garantice la independencia, flexibilidad y buen manejo de la FDN. Con el auge de las APPs en el mundo y el impacto potencialmente grande en incrementar la competitividad y sofisticación de los países en desarrollo, estas agencias han mostrado interés en hacer parte de entidades como la FDN. Incluso ya existen evidencias prácticas en el ámbito internacional (caso de Indonesia con el Indonesia Infrastructure Fund). La CAF expresó ya su voluntad de participar como accionista de la nueva FDN, en forma similar a como lo está haciendo el COFIDE en Perú. 

CAF, el apoyo a la Cuarta Generación de Concesiones de Infraestructura

Víctor Traverso *



La infraestructura adecuada es un elemento fundamental de la competitividad y una de las anclas para aprovechar el desarrollo de los Tratados de Libre Comercio. En este sentido, tener la posibilidad de importar y exportar bienes y servicios eficientemente a los países con los que se están sellando relaciones comerciales de largo plazo, que ya no se supeditan únicamente a los países vecinos, sino con miras a países de Asia y Europa, supone un reto fundamental para poder responder al creciente interés por Colombia, que hoy lo sitúa como una de las plazas más atractivas para invertir.

Colombia, consciente de esa necesidad imperante, ha trabajado activamente con la llamada Cuarta Generación de Concesiones -4G-, que busca potencializar las grandes obras de infraestructura en donde debe sacarse provecho de su prodigiosa posición geográfica y, en especial, los dos océanos y construir con mayor

celeridad, en un plazo no mayor a seis años, las obras viales, ferroviarias, puertos y centros logísticos que requiere el país de cara al mundo para superar el rezago en estos sectores.

Es indispensable interconectar mejor al país con el exterior y por ello es fundamental la aceleración, como los principales corredores de comercio exterior, y con urgencia de la Ruta del Sol y la carretera Bogotá- Buenaventura, que son los retos de mediano plazo. Para la CAF- banco de desarrollo de América Latina-, el túnel de La Línea y la carretera Bogotá - Cali - Buenaventura, partes fundamentales del corredor Bogotá- Buenaventura, son proyectos que, dadas su importancia para la competitividad y sus dificultades técnicas y ambientales, son prioritarios y por ello se ha contribuido desde diferentes frentes: por un lado financiando ambos proyectos,

y por otro, haciendo recomendaciones técnicas, ambientales y sociales, no sólo para estos proyectos, sino también para todo el corredor. Este corredor, junto con la ciudad puerto de Buenaventura, sus centros logísticos y puertos, son de la mayor importancia para la inserción de Colombia al mundo y, en particular, al Asia Pacífico y la costa oeste de Estados Unidos.

Sin embargo, infraestructura no se refiere únicamente a las vías y carreteras, sino también puertos, electricidad, telecomunicaciones, entre otros aspectos; en cuanto a puertos, las inversiones que se han realizado desde hace años destacan a Cartagena como un puerto de primera a nivel mundial, convirtiéndose en el puerto que moviliza contenedores con eficiencia de escala internacional. Los puertos en el país requieren continuar modernizándose y ampliando para

* Director Representante de CAF en Colombia E-mail: vtraverso@caf.com

hacer sus operaciones cada vez más eficientes para aumentar su competitividad y apoyar en la globalización a Colombia. Respecto a electricidad y telecomunicaciones, se ha trabajado intensamente para ofrecer estos servicios a la población y a la industria. Ahora queda pendiente para estos sectores continuar buscando eficiencia y competitividad, para reducir los costos y aumentar la productividad de los negocios de bienes transables. La apreciación cambiaría probable-

mente sea estructural y por tanto la reducción de costos de los bienes y servicios y la productividad de la mano de obra son fundamentales para restaurar la competitividad.

Asumir el reto de proporcionarle al país infraestructura de talla mundial requiere fomentar las alianzas público-privadas (APPs) e involucrar al sector privado en el financiamiento, la construcción, operación y mantenimiento de los proyectos de infraestructura para el desarrollo del

país y su globalización. El marco jurídico para esta tarea es la nueva Ley de APPs (Ley 1508 de 2012) y su reglamento (Decreto 1467 de 2012) y, en particular, un nuevo programa de concesiones del Gobierno Nacional (GN), ejecutado a través de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI). La ANI está determinada a

llevar adelante esta tarea de enorme trascendencia e importancia, mediante un programa de dimensiones nunca antes visto en Colombia, que consiste en un conjunto de 30 concesiones por un valor aproximado de US\$22.000 millones. Obtener los fondos necesarios para financiar esta magnitud de inversiones requiere el concurso de los bancos comerciales e inversionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros, así como de las instituciones financieras multilaterales. El éxito de esta enorme tarea consiste en estructurar bien las concesiones a cargo de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), de tal forma que exista una distribución de riesgos entre el sector

público y privado en línea con quien puede asumirlos mejor. Esto es de la mayor importancia.

Mucho apoyaría este enorme y ambicioso programa que todos los actores –concesionarios, sector público, financiadores– interioricen que la razón principal de desarrollar las APPs es la competitividad. Esto que parece obvio no lo es, en la medida en que se continúa pensando que la razón de las APPs es que al Estado le faltan recursos financieros para esta tarea. La aproximación al problema es fundamental, porque de interiorizar el concepto depende cómo se distribuirán los riesgos. Las APPs son una de las mejores opciones que se han implementado en otros países de manera exitosa y que han permitido disminuir los costos logísticos, los tiempos de desplazamiento de carga y personas y dar respuesta a la velocidad de la globalización e internacionalización de un país que quiere ser competitivo en el mundo. Para el éxito de esta 4G de concesiones, interiorizar y apropiarse de este concepto es fundamental.

En consecuencia, la Cuarta Generación de Concesiones - 4G es una iniciativa ambiciosa que requiere de todos los actores para salir adelante. Es importante alinear los intereses de las partes y buscar un confort adecuado para los financiadores de estos trascendentales proyectos para ampliar los plazos y proveer recursos institucionales en condiciones adecuadas. Contar con un mercado de capitales que amplíe los plazos crediticios, una estructuración de proyectos que cuente con una adecuada distribución de riesgos y donde las diversas concesiones cuenten con una preclasificación rigurosa será fundamental para que el país sea exitoso con la 4G de concesiones. Ser exitoso lograría poner a Colombia en una posición privilegiada en el mapa mundial del comercio inter-



“ la Cuarta Generación de Concesiones - 4G es una iniciativa ambiciosa que requiere de todos los actores para salir adelante. Es importante alinear los intereses de las partes y buscar un confort adecuado para los financiadores de estos trascendentales proyectos para ampliar los plazos y proveer recursos institucionales en condiciones adecuadas.”

nacional y en el aprovechamiento de los Tratados de Libre Comercio firmados y aquellos por venir con el Asia Pacífico. La Alianza para el Pacífico, en donde Colombia es uno de los cuatro miembros, junto con Chile, Perú y México, presenta unas enormes oportunidades de integración y aprovechamiento de mercado, situación que será de gran beneficio para Colombia en la medida del éxito de su programa de concesiones.



Fuente: CAF.

Fondo de deuda como vehículo financiero

Si bien es cierto que la iniciativa de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) para el largo plazo es ambiciosa, pues se trata de pasar el gasto en infraestructura del 1% al 3% del PIB, además de aunar esfuerzos entre actores y distribuir adecuadamente los riesgos entre el sector público y privado y de la banca multilateral, será fundamental generar el confort necesario para los financiadores, ya que actualmente la oferta financiera resulta insuficiente para responder al financiamiento de US\$22.000 millones en 30 concesiones.

Desde el punto de vista de los concesionarios, es necesario precalificar consorcios que cumplan con los requisitos financieros y técnicos para realizar, financiar y ejecutar las obras en los tiempos previstos. Esto porque muchas de las concesiones son complejas y su cierre financiero requiere de montos considerables con recursos de largo plazo. Los contratos de concesión deben de adjudicarse a consorcios de empresas que cumplan con requisitos técnicos que cuenten con capacidad para acotar los riesgos constructivos y operacionales, y con capacidad financiera para lograr el cierre financiero y así desarrollar el proyecto.

El sector público en Colombia es consciente de la magnitud de la tarea

“ La CAF está en el proceso de estructurar un vehículo de deuda para permitir mejorar la calificación crediticia de los pagarés o bonos que emitan los diferentes concesionarios, con el propósito de interesar a los inversionistas institucionales a financiar a largo plazo la infraestructura nacional. ”

que enfrenta y, luego de priorizar los proyectos, ha procedido con su estructuración, contratando servicios de banca de inversión de primera línea. Asimismo, el sistema financiero y el mercado de capitales requieren estar preparados para el diseño de productos financieros de más largo plazo. En este sentido, la Banca Multilateral y la CAF –banco de desarrollo de América Latina– cuentan con instrumentos financieros que pueden colaborar con movilizar recursos de largo plazo que se requieren para este tipo de proyectos.

La CAF está en el proceso de estructurar un vehículo de deuda para permitir mejorar la calificación crediticia de los pagarés o bonos que emitan los diferentes concesionarios, con el propósito de interesar a los inversionistas institucionales a financiar a largo plazo la infraestructura nacional. Se trata de un mecanismo (empaquetadora de concesiones o unidades funcionales-UFs-) en el que, titularizando instrumentos de deuda de las concesiones, teniendo como activos subyacentes de los ingresos de las mismas, el vehículo pueda servir de puente, mediante una mejora crediticia (“*credit enhancement*”) entre inversionistas institucionales y concesionarios.

Con este instrumento, la CAF espera atraer a diversos inversionistas que faciliten el financiamiento de la 4G de concesiones; sin embargo, será necesario interiorizar la razón de las asociaciones público-privadas, la cual es la búsqueda de competitividad y no la falta de recursos.

Por otro lado, la CAF como organismo financiero multilateral buscará apoyar concesiones específicas que, además de contribuir con la reducción de la brecha en infraestructura, puedan contribuir con la adaptación de la misma al cambio climático, mitigando los efectos sobre el medio ambiente y las poblaciones afectadas. ANI

Incertidumbre, choques externos y mercados de renta variable en América Latina

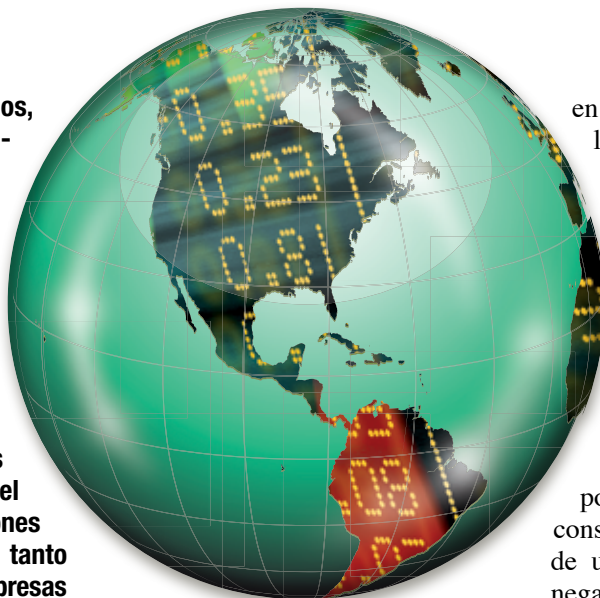
Munir Jalil y José Vicente Romero *

“October: This is one of the peculiarly dangerous months to speculate in stocks. The others are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August, and February.”

Mark Twain

En los últimos cuatro años, los mercados financieros internacionales han estado sujetos a un entorno económico difícil y cambiante. La crisis financiera de 2008 en Estados Unidos, los problemas fiscales en Europa y la desaceleración observada en las principales economías asiáticas durante 2012 han sido algunas de las principales fuerzas que han caracterizado el contexto en el cual las decisiones financieras han sido tomadas tanto por inversionistas, como por empresas del sector real. Sin duda, no ha sido una tarea fácil.

En este contexto, han surgido muchas hipótesis sobre qué ha generado dichos episodios de crisis, cuál ha sido su naturaleza, si las dinámicas observadas han sido diferentes a otros episodios de crisis o cuáles deberían ser las políticas económicas y regulatorias necesarias para evitar en el futuro este tipo de



eventos. Aunque dichas preguntas tienen un gran valor por sí mismas, la intención del presente artículo es más limitada y se centra en establecer vínculos entre los choques externos y la evolución de los activos domésticos. Así, en esta nota analizamos cómo dos de los principales choques generados

en los mercados financieros globales —el incremento en la liquidez global y los episodios de aversión al riesgo— han afectado los mercados de renta variable en América Latina desde la crisis financiera de 2008.

El primer choque: liquidez global

Uno de los postulados de la política macroeconómica reciente consiste en plantear que la reacción de un banco central ante choques negativos en la actividad económica consiste en reducir las tasas de interés. No obstante, en algunas circunstancias, dicha reacción puede no ser

* Director de investigaciones económicas de Citibank para Colombia y Venezuela y economista para Colombia y Venezuela, respectivamente.
E-mail: jose.v.romero@citi.com

suficiente, tal como lo ha mostrado la coyuntura de los últimos años. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008, muchos bancos centrales en economías desarrolladas se vieron en la necesidad de tomar medidas no convencionales de expansión monetaria como consecuencia de la falta de liquidez en algunos mercados interbancarios y la imposibilidad de continuar disminuyendo las tasas de interés de corto plazo, una vez éstas se ubicaron muy cerca de cero. Las razones detrás de dichas medidas adicionales se basaban en una transmisión limitada de las tasas de interés de política monetaria hacia las tasas de interés activas de largo plazo, debido en gran parte a problemas de liquidez en el mercado de dinero (un fenómeno conocido como *liquidity squeeze*).

Es importante recordar que cada uno de los planes de expansión monetaria en las economías desarrolladas ha recibido un nombre diferente. En Estados Unidos, la Fed denominó su plan *Quantitative Easing* (QE), el cual consistió en compras de títulos en poder del sistema financiero, sin comprometerse en las fechas en que

se revertirán las operaciones de expansión. Adicionalmente, la Fed creó un programa denominado *Operation Twist*, con el cual vendió títulos de corto plazo y compró títulos de mayor duración con el fin de disminuir las tasas de largo plazo. En Europa, el BCE denominó su programa de expansión *Long-Term Refinancing Operations* (LTRO). Bajo dicho plan, el Banco Central Europeo entregó recursos al sistema financiero europeo a cambio de títulos que el sistema cedió al BCE como garantías. Estos dineros se entregaron por tres años y a bajas tasas de interés. Adicionalmente, en la reunión de septiembre de 2012, el Banco Central Europeo (BCE) decidió implementar un programa de compras ilimitadas de deuda pública de corto plazo de aquellos países que presentan problemas fiscales. Sin embargo, de acuerdo con las declaraciones de miembros del BCE, estas compras serían esterilizadas para evitar incrementos aún mayores en la cantidad de dinero. En el Reino Unido, el plan de expansión se denominó *Asset Purchase Target*. En el gráfico 1 se muestra cómo el programa de expansión monetaria en

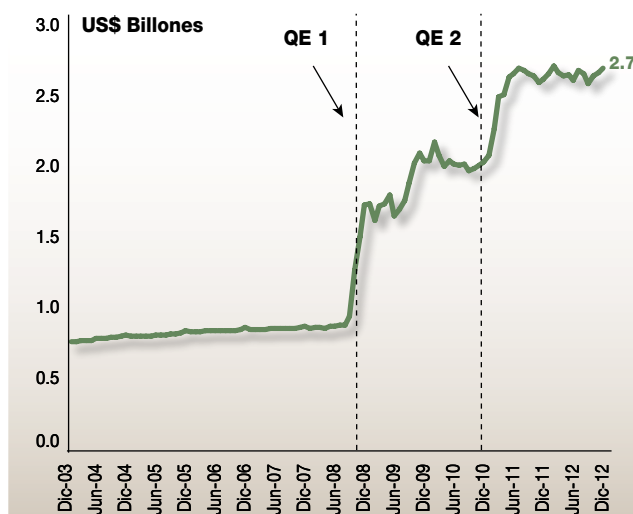
Estados Unidos (QE 1 y QE2) afectó la base monetaria norteamericana. No obstante, para ver la evolución de la expansión de la liquidez global, es necesario considerar una variable más completa. Una aproximación consiste en sumar las reservas internacionales en poder de los bancos centrales¹, la base monetaria de Estados Unidos y los planes de expansión monetaria llevados a cabo en Europa. El gráfico 2 muestra la evolución de dicha variable. Lo que se puede apreciar es que los niveles de liquidez mundial se incrementaron de manera considerable desde la crisis de 2008.

El segundo choque: aversión al riesgo

El segundo tipo de choque es el incremento de la demanda de activos

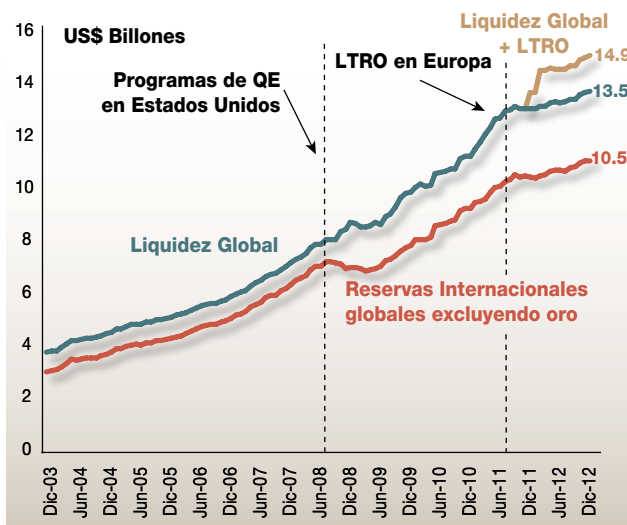
¹ Esto se justifica en el hecho de que las reservas internacionales usualmente están denominadas en US\$, y que generalmente, a mayores niveles de reservas internacionales, mayor es la base monetaria de un país.

Gráfico 1. Base monetaria de Estados Unidos ante los programas de expansión monetaria



Fuentes: Bloomberg y diseño de los autores.

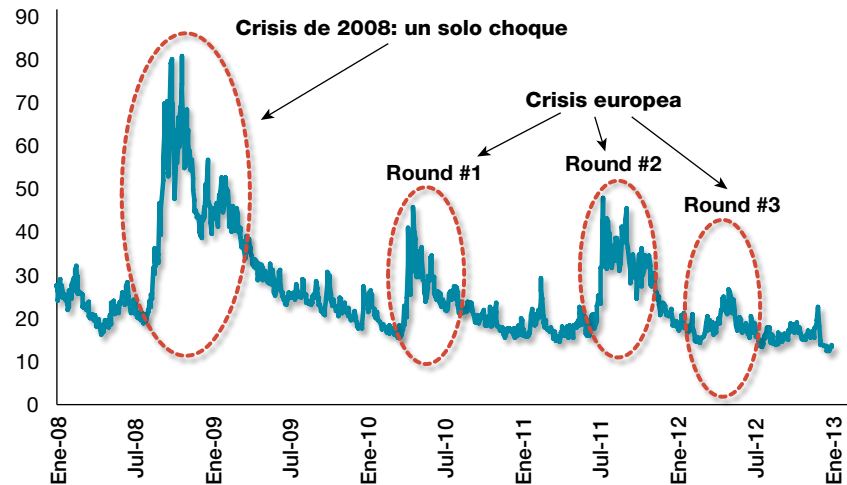
Gráfico 2. Evolución de la liquidez global



Fuentes: Bloomberg, cálculo de los autores.

considerados seguros (y la consecuente caída en la demanda del resto) como reacción a momentos en los que la percepción de los mercados sobre la situación internacional se deteriora. Las rachas de optimismo y pesimismo en los mercados son producto de noticias y decisiones de las autoridades económicas, las cuales son difíciles, o mejor imposibles, de pronosticar. Por lo tanto, cuando las noticias económicas o las medidas de las autoridades económicas no se alinean con las expectativas del mercado, se genera lo que en la literatura financiera se denomina modos de *risk-on/risk-off*, los cuales determinan las demandas por activos seguros o riesgosos. Cuando los mercados están en un modo de *risk-on*, la aversión al riesgo es baja, favoreciendo el precio de activos con mayor riesgo (por ejemplo acciones). Cuando los mercados están en un modo de *risk-off*, la aversión al riesgo es alta y los mercados prefieren refugiarse en activos seguros (US\$ y títulos del Tesoro de Estados Unidos). Una de las medidas más populares para medir la aversión al riesgo de los mercados financieros se denomina VIX. Esta variable recoge la volatilidad implícita en los contratos de opciones del índice bursátil S&P 500. Cuando dicho indicador sube, se puede leer como un aumento de la percepción de riesgo de los mercados. De manera contraria, cuando el VIX cae, la percepción de riesgo de los mercados es más baja. El gráfico 3 muestra cómo esta percepción del riesgo, vista a través del VIX, se ha comportado en los últimos cinco años. El gráfico muestra también, que ante choques como el de la crisis financiera de Estados Unidos (un choque único, pero fuerte) o como el de la crisis europea (varios choques, pero más moderados), la aversión al riesgo tiende a incrementarse.

Gráfico 3. Evolución del VIX

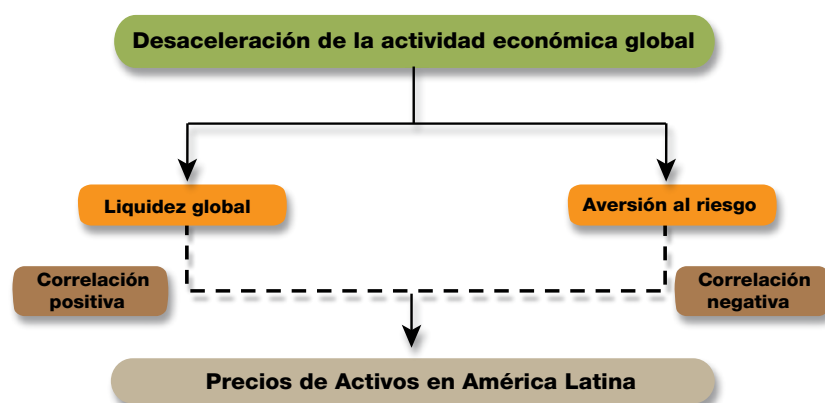


Fuentes: Bloomberg y diseño de los autores.

Evaluación del impacto de los choques de liquidez y de la aversión al riesgo en América Latina

Hasta el momento hemos explicado dos de los choques más importantes a los cuales han estado sujetos los mercados financieros internacionales, pero no hemos explicado el mecanismo de transmisión a través del cual estos choques se traspasan hacia los mercados de renta variable en América Latina. Con respecto al primer choque, se puede argumentar que mayores niveles de liquidez en el mundo desarrollado han llevado a que se incrementen los flujos de recursos hacia las economías emergentes, como las latinoamericanas, en busca de mayores niveles de rentabilidad. Así, incrementos en la liquidez global deberían haber llevado a incrementos en el precio de los activos latinoamericanos, *ceteris paribus*. De esta manera, la correlación entre indicadores de liquidez global e indicadores de renta variable en América Latina debería ser positiva. Por su parte, incrementos en la aversión al riesgo llevan a que los participantes del mercado salgan de activos riesgosos (economías emergentes)

y se refugien en activos seguros (US\$ y títulos del Tesoro norteamericano). De esta manera, se puede esperar que incrementos en la aversión al riesgo generen que los mercados entren en un modo de *risk-off* y quieran salir de activos riesgosos, disminuyendo su precio. Por el contrario, si la aversión al riesgo disminuye, los mercados entran en un modo de *risk-on* y al buscar mayores rentabilidades se generan incrementos en la renta variable latinoamericana. Por lo tanto, los movimientos entre indicadores de aversión al riesgo e indicadores bursátiles latinoamericanos debería ser contraria y mostrar una correlación negativa. Estos posibles canales de transmisión se resumen en el gráfico 4. Para evaluar la hipótesis en la que se plantea que los movimientos de la liquidez global han tenido un impacto positivo sobre los índices bursátiles en América Latina, mientras que los choques de aversión al riesgo han tenido un impacto negativo, se estimó un modelo en el cual los diferentes índices bursátiles de la región dependieran del indicador de liquidez global, del indicador de aversión al riesgo (VIX), y para controlar por la tendencia común observada en las bolsas emergentes, se usa el índice de MSCI emergentes. El

Gráfico 4. Transmisión de los choques de liquidez y aversión al riesgo a los precios de activos en América Latina

Fuente: diseño de los autores.

cuadro 1 muestra los resultados para los dos principales índices bursátiles colombianos (IGBC y Colcap), junto a los indicadores de las bolsas de Brasil (Bovespa), Chile (Ipsa), México (Ipc México) y Perú (Lima General). Adicionalmente, se estimó un índice bursátil agregado para América Latina empleando la metodología de componentes principales, con el fin de tener un indicador agregado para la región. El modelo se estimó con datos diarios de 2007 a 2012, con el fin de ver el impacto reciente que han tenido estos choques.²

Los resultados de los modelos se resumen en el cuadro 1. Como se puede apreciar, ante un cambio de un punto porcentual (pp) en el VIX, el índice IGBC se reduce 7 puntos base (pbs), mientras que un aumento de un punto porcentual en la liquidez global genera un aumento de 64 puntos base. Para el Colcap, el impacto de un choque de 1pp en el VIX produce una caída de 9pbs y un choque de 1pp en la liquidez genera un incremento de 93pbs. En general, los resultados son cualitativamente similares para toda la

región, con excepción de Brasil, donde los choques de aversión al riesgo tienden a tener un impacto mayor que los choques de liquidez, lo cual puede estar relacionado con la naturaleza de los fuertes flujos de inversión de portafolio que recibe dicho país. En general, los resultados muestran que el impacto de los choques de aversión al riesgo y de liquidez global son los esperados: aumentos de la aversión al riesgo generan caídas en las bolsas latinoamericanas, mientras que incrementos en la liquidez global generan valorizaciones. Así, el balance entre estas dos fuerzas –aversión al riesgo versus liquidez global– ha sido un elemento importante para evaluar la evolución y dinámica que la renta variable ha tenido en la región desde la crisis financiera de 2008.

² Como control para variables omitidas y teniendo en cuenta parte de la tendencia común de las bolsas emergentes, se utilizó el índice MSCI emergentes. Adicionalmente, para comprobar la robustez de los resultados se sustituyó el indicador de liquidez global por el TED spread, una medida que usualmente se utiliza para evaluar liquidez en los mercados financieros internacionales. Para evaluar problemas de autocorrelación serial, se realizó la prueba de LM, la cual se presenta en la tabla.

Cuadro 1. Evaluación del impacto de los choques de liquidez y aversión al riesgo

	Coeficiente/ p-value			R2	P-value LM Test (R48)
	VIX	Liquidez global	MSCI Emergentes		
IGBC	(0.07) -	0.64 -	0.47 -	0.89	0.83
COLCAP	(0.09) -	0.93 -	0.39 -	0.90	0.91
Brasil	(0.16) -	0.08 -	0.47 -	0.83	0.85
Chile	(0.09) -	0.68 -	0.38 -	0.88	0.75
México	(0.07) -	0.45 -	0.55 -	0.94	0.91
Perú	(0.02) -	0.44 -	1.19 -	0.86	0.42
América Latina	(0.09) -	0.45 -	0.71 -	0.95	0.99

Nota: series en logaritmos. Se chequeó por autocorrelación y normalidad en los residuales. Adicionalmente, se utilizó el TED spread para verificar la robustez de los resultados, obteniendo resultados cualitativamente similares.

Fuente: cálculos de los autores.

El ciclo bursátil

Felipe Campos *

Desde el año 2000 las acciones en países desarrollados, y desde 2006 en países emergentes han presentado un comportamiento completamente plano y esto significa trece años desaprovechados en portafolios que adicionalmente han sufrido la pérdida de su poder adquisitivo frente a la inflación. Hay quienes afirman que estamos viviendo una etapa muy especial y completamente inesperada; no obstante, el estudio de los ciclos bursátiles nos enseña que estos períodos son mucho más comunes y predecibles de lo que se piensa.

Introducción

La historia bursátil disponible muestra que desde 1800 los mercados norteamericanos de renta variable se han comportado en ciclos estadísticamente significativos pasando la mitad de su tiempo al alza (“*secular bull markets*”) y la otra mitad planos o a la baja (“*secular bear markets*”). Lo más interesante de esta caracterización es que estas tendencias se alternan dentro de períodos bastante amplios que en promedio tienden a durar 14 años (mín. 5 y máx. 25 años). Es así como el período 2000-2013 se convierte en el octavo *secular bear market* de los últimos dos siglos y el cuarto desde 1900.

Una vez introducido el ciclo bursátil, el concepto de largo plazo pierde parte de su encanto. Esto en la medida en que ningún ahorrador (incluyendo fondos de pensiones y aseguradoras) se acerca al mercado de acciones consciente de que puede pasar más de una década sin ver retornos positivos en una inversión diversificada. La falta

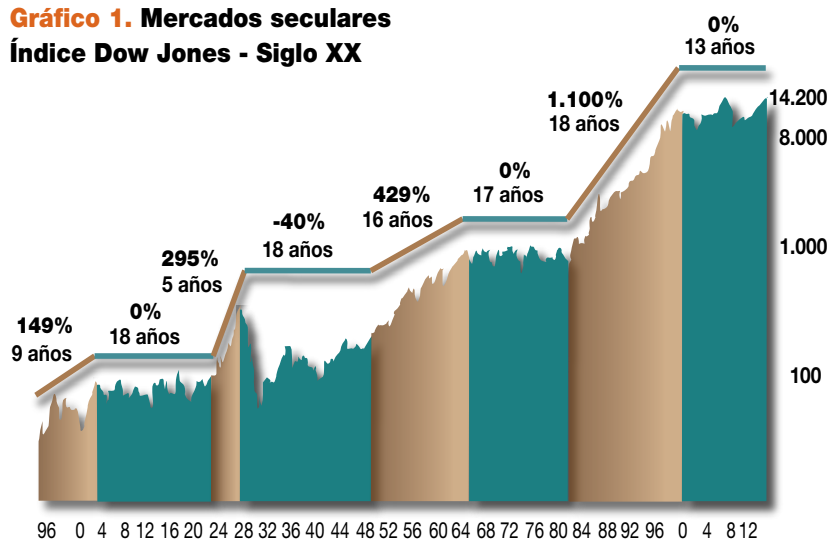
de conocimiento de esta realidad es precisamente la que ha atrapado a todo tipo de inversionistas durante los últimos años.

Si bien un análisis con retrovisor permite diagnosticar de forma sencilla que estamos en un mercado secular bajista, lo importante de este artículo no es establecer qué tan fácil podría

haber sido predecir su comienzo a principios de 2000 (que de hecho como veremos más adelante algunos investigadores lo hicieron), sino más

* Gerente Estrategia e Investigaciones Económicas de Alianza Valores. E-mail: felipe.campos@alianzavalores.com.co

**Gráfico 1. Mercados seculares
Índice Dow Jones - Siglo XX**



Fuente: Bloomberg, cálculos Alianza Valores.

bien qué significa para nuestras inversiones estar aún dentro de un mercado lateral y cuándo podríamos entrar a un nuevo ciclo alcista.

Esto último se podría definir como la búsqueda del “Santo Grial” de la inversión. El último ciclo alcista (1982-2000) trajo consigo una valorización de 1.100% en el SP500 (15% EA) y cerca de 21.000% en el índice de mercados emergentes MSCI en moneda local (55% EA). Recientemente varios analistas en el mercado mundial están hablando de la llegada de la “Gran Rotación” de activos, refiriéndose a una sustitución masiva de bonos por acciones, una idea suficientemente atractiva que bien podría liderar gran parte de esta próxima tendencia.

Dentro de este contexto, 2013 será un año definitivo. No sólo porque se cumplen trece años de un mercado lateral (muy cerca al promedio de duración histórica de este tipo de ciclos), sino porque por tercera vez en este período los principales índices bursátiles norteamericanos están probando niveles de máximos históricos alcanzados, primero durante la burbuja tecnológica (2000) y después durante la inmobiliaria (2007). Una característica técnica adicional de los mercados laterales es que las zonas de venta de acciones tienden a ser las mismas. Una vez los mercados están a punto de recuperar los precios que detonaron la última crisis, es natural que los inversionistas se pregunten ¿hemos llegado al ocaso de una nueva burbuja?

Con esta última pregunta comenzamos el artículo, declarando con anticipación mi sesgo a pensar que si bien el mercado no presenta características de burbuja en el mercado de acciones (como sí en el de renta fija), creo que faltan aún algunos años para terminar el ciclo secular actual. Parafraseando a Ritholtz, autor del célebre blog financiero The Big Picture, la mejor estimación de una fecha para el comienzo del nuevo ciclo alcista es “entre el próximo miércoles

y finales de 2017”. En pocas palabras, si bien sabemos que estamos mucho más cerca del final que del principio del ciclo, la única herramienta que tenemos para estar seguros es el comportamiento mismo de la renta variable. Si el mercado norteamericano logra durante este año negociarse por encima de los niveles de techo de 2000 y 2007 y mantenerse en esta zona hasta finales de 2013, desde mi punto de vista el mercado estaría entrando a una fase alcista ininterrumpida que debería durar por lo menos hasta la próxima década.

En el largo plazo todos estaremos muertos (Keynes)

Después de 200 años de historia en los mercados de acciones, todavía son muy pocos quienes han escuchado acerca de los ciclos bursátiles. Esto

siva en la inversión (comprar activos que sigan índices bursátiles por largos períodos de tiempo), sosteniendo que portafolios en renta variable suficientemente diversificados sólo necesitan de más tiempo para recuperar pérdidas o mejorar su rentabilidad.

Si bien esta aproximación racional y eficiente de los mercados continúa siendo la teoría económica principal, el ciclo bursátil de turno ha sido definitivo para su fortalecimiento o debilitamiento. Es evidente que el largo plazo visto bajo la lupa de los ciclos bursátiles cambia cualquier apreciación racional que podamos tener de los mercados. Ningún inversionista en el año 2000 se acercó al mercado de acciones pensando que portafolios diversificados bajo un índice bursátil podían estancarse por trece años. Asimismo, dos burbujas durante una década perdida en acciones (2000-2013) justo después de una

“ La bonanza de los mercados alcistas nos convence de que los mercados son perfectos e invencibles y el pesimismo de los ciclos bajistas nos recuerda que necesitamos intervención frente a un mercado propenso a fallas. ”

de hecho es una de las razones por las que el comportamiento de largo plazo de las acciones se describe aún con premisas relativamente simples y optimistas como:

1. Las acciones en el largo plazo tienden a reflejar el crecimiento económico y es por esto que su tendencia es primariamente alcista (rentabilidad del 6.7% EA desde 1900).
2. Los retornos de las acciones históricamente han vencido los de los bonos (rentabilidad EA del 6.7% frente al 1.6% de los bonos durante el mismo período).

La consecuencia principal de estas ideas es la defensa de una actitud pa-

valorización de 1.100% entre 1982 y 2000 explica muy bien el espíritu maníaco-depresivo de los mercados. En palabras sencillas, la bonanza de los mercados alcistas nos convence de que los mercados son perfectos e invencibles y el pesimismo de los ciclos bajistas nos recuerda que necesitamos intervención frente a un mercado propenso a fallas. Desde esta perspectiva los ciclos bursátiles ofrecen una solución razonable al eterno debate entre un manejo pasivo o activo de portafolios.

Es natural que en el ciclo 2000-2013 se haya fortalecido el punto de vista alternativo de finanzas conductuales, en donde se reconoce que los par-

ticipantes del mercado cometen errores sistemáticos que afectan los precios de los activos y que pueden ser aprovechados por otros. En este tipo de mercados sólo hay dos estrategias válidas: a) estar por fuera del mercado durante muchos años (la decisión de muchas personas naturales durante los últimos años) o b) mantener una actitud activa en la inversión. Esto es vender y comprar acciones por períodos reducidos de tiempo. De hecho, el período promedio de propiedad en la Bolsa de Nueva York se ha reducido a menos de un año en los últimos diez años.

Sobra decir que vencer al mercado es extremadamente difícil incluso dentro de mercados laterales. No obstante, estos mercados tienden a mostrar simetrías que pueden ser explotadas. La presencia de patrones bursátiles es una idea que la eficiencia de los mercados rechaza (los patrones se crean, el mercado los identifica y los destruye); no obstante, el comportamiento simétrico del mercado secular actual es algo que ya hemos visto antes.

En un mercado secular bajista, todos sabemos en dónde están las zonas clave de compra y venta de activos. Un manejo activo de estas zonas es por lo tanto la recomendación obvia y rentable. Durante el mercado secular 1965-1982 hubo tres correcciones importantes. En 1968 (-36% en 20 meses), en 1973 (-48% en 21 meses) y en 1976 (-20% en 18 meses). Los niveles en donde comenzó cada corrección para el SP500 fueron 108, 120 y 107 respectivamente, sólo una diferencia máxima del 10% entre niveles óptimos de venta durante cerca de una década.

El caso actual es incluso más proporcional. Durante el período 2000-2013 hemos tenido dos correcciones importantes. La primera en 2000 (-50% en 33 meses) y la segunda en 2007 (-57% en 15 meses). Lo más interesante de



“ El reconocimiento de los ciclos bursátiles debe tener un lugar central en la estrategia y filosofía del proceso de inversión. ”

este análisis es que los recorridos de cada crisis fueron respectivamente de 1.552 a 768 y de 1.576 a 666 (una diferencia del 1.5% en los techos y del 13% en los pisos). Actualmente el SP500 se encuentra en los 1.550 puntos y a medida que nos acercamos a los niveles de máximos de las burbujas pasadas, es inevitable asumir que muchos inversionistas empezarán a vender preventivamente parte de sus portafolios.

Otro aspecto importante en el manejo de portafolios dentro de este tipo de dinámicas es que el comportamiento de las bolsas mundiales comienza a parecerse mucho. Así, la diversificación, otro de los paradigmas de un mercado eficiente, falla en su tarea de inmunizar portafolios. Actualmente los índices de MSCI para Norteamérica, Europa y países BRIC se encuentran en precios alcanzados inicialmente en febrero 2000, marzo 1998 y marzo 2007 respectivamente. El mundo actual

se comporta como un único gran mercado lateral.

El punto de vista contrario también es importante en preparación al ciclo alcista por venir. Si comprar un índice bursátil y esperar ha sido una mala idea durante el ciclo actual, rotar posiciones dentro de un mercado al alza garantiza un rezago importante frente a los principales índices. Basta con recordar el famoso discurso de Alan Greenspan en 1996 acerca de la “exuberancia irracional” de los activos. El antiguo director de la Fed se equivocó en cuatro años

en su cálculo del fin de la burbuja tecnológica, un error inaceptable para cualquier administrador de portafolios.

No estoy afirmando que durante mercados alcistas no existan correcciones importantes, sólo que son menores, más cortas y bastante difíciles de predecir. La gran crisis de 1987, durante el mercado alcista 1982-2000, presentó una corrección del 35% en el SP500. Dicha caída se dio en sólo nueve días después de cinco años de valorización ininterrumpida. ¿Cuáles son las probabilidades de que un administrador hubiera escogido la semana adecuada para vender?

En síntesis, el reconocimiento de los ciclos bursátiles debe tener un lugar central en la estrategia y filosofía del proceso de inversión. Llevamos siglos de debate entre quienes piensan que los mercados son bastante racionales y difíciles de vencer, y quienes hablan de “los espíritus animales” y del uso de estrategias activas de inversión. En mi opinión, el hecho de que no se haya logrado un acuerdo se debe sencillamente a que ambas teorías funcionan bastante bien en diferentes ciclos. Lo importante es que más allá de lo que decidan creer nuestros académicos y reguladores, el inversionista desarrolle conciencia de la presencia de esta gran fuerza y un plan de juego acorde.

¿Es nuestra mente tratando de buscar orden donde no lo hay?

Es interesante observar que mientras el ciclo económico es ampliamente aceptado (esto es la fluctuación natural de la economía entre períodos de expansión y contracción), el ciclo bursátil sigue siendo objeto de cuestionamientos. Una de las razones obvias es el reducido número de observaciones que tenemos. En términos generales, desde 1800 los mercados norteamericanos han mostrado 14 tendencias seculares, como era de esperar 7 de ellas alcistas y 7 bajistas. En otras palabras, durante un ciclo bursátil promedio de 30 años podemos tener hasta cinco ciclos económicos de duración de seis años. Michael Alexander en su libro *Stock Cycles* (2000) hace una muy buena descripción de los ciclos bursátiles prediciendo con bastante acierto las décadas por venir. Sus conclusiones fueron:

- Existe un patrón de 13.9 años alcistas y 13.9 años de corrección en los mercados bursátiles. En los últimos 200 años de la muestra hay una probabilidad de sólo el 3.9% de que este patrón sea aleatorio.
- En el año 2000 se alcanzó el final de un ciclo alcista y el comienzo de un mercado lateral que debería acabar en 2014. Según su modelo, hay una probabilidad del 75% de tener retornos negativos en inversiones entre 2000 y 2020.
- La conexión entre economía y ciclo bursátil no se da a partir de ciclos económicos sino de grandes descubrimientos (máquina separadora de algodón, el ferrocarril, el teléfono, la electricidad, el avión, los computadores).

En pocas palabras, los ciclos bursátiles son estadísticamente significativos, pueden ser descritos como períodos

de gran optimismo seguidos por un pesimismo de igual magnitud, su motor principal son innovaciones no relacionadas con ciclos económicos, y el próximo ciclo debe empezar relativamente pronto.

La débil relación con el ciclo económico es otro de los lugares comunes en donde la lógica tradicional se separa de la realidad. En Alianza Valores decidimos agregar valor a la discusión comparando el crecimiento económico de Estados Unidos en cada uno de los cuatro ciclos bursátiles de los últimos 70 años frente al retorno del SP500. Para definir la duración de cada uno de los ciclos utilizamos el cálculo de Art Cashin (director de operaciones de UBS) y David Rosenberg (ex economista jefe de Merrill Lynch), quienes afirman que en los últimos 70 años cada uno de los ciclos seculares ha durado exactamente 17.6 años.

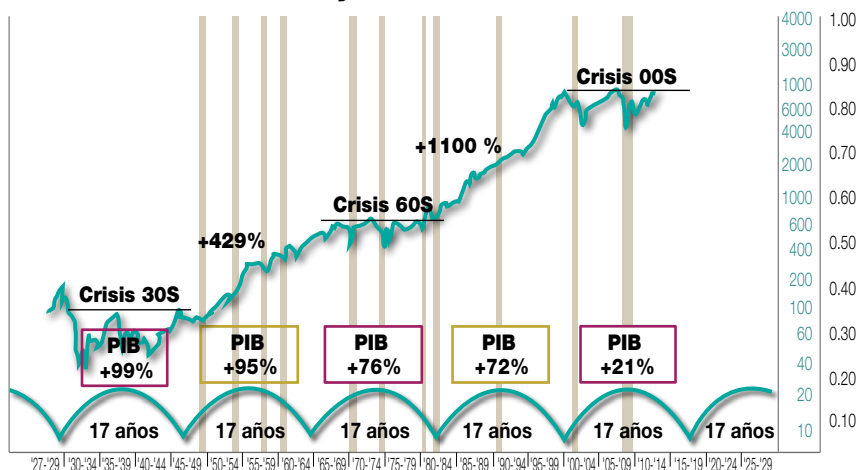
Nuestros resultados confirman que no hay ninguna relación entre crecimiento del PIB y retornos en las acciones. La relación entre crecimiento y retorno por ciclo (medido por el índice Dow Jones) es la siguiente: 1930-1946 (+99% PIB vs. 0% acciones), 1947-1964 (+95% PIB vs. +429%), 1965-1982 (+76% PIB vs. 0%) y 1982-2000 (+72% PIB vs. 1.100%).

No sólo el período de 17 años de mayor valorización es el de menor crecimiento en el PIB (1982-2000), sino que el de mayor crecimiento fue durante la crisis de los años treinta. Asimismo, los dos períodos seculares bajistas en los treinta y en los setenta tuvieron un crecimiento real del PIB del 99% y el 76% respectivamente. Finalmente, el período actual 2000-2013 está por completar una rentabilidad del 0% y lleva un crecimiento del PIB del 21%. Éste es un dato débil que sólo alcanza la tercera o cuarta parte de la acumulación que puso fin a los dos ciclos bajistas anteriores.

Ajústense los cinturones para la “Gran Rotación”

Durante el primer trimestre de 2013 los analistas del mundo se unieron para plantear la idea de negocio más relevante de nuestra generación. Las condiciones económicas se han alineado para que finalmente termine la tendencia de valorización de treinta años del mercado de bonos y los portafolios roten hacia el mercado olvidado (por trece años) de la renta variable. En palabras de este artículo, el año 2013 marcará el principio de un nuevo ciclo secular alcista.

Gráfico 2. Mercados seculares y PIB en EE.UU.



Fuente: Bloomberg y cálculos Alianza Valores.

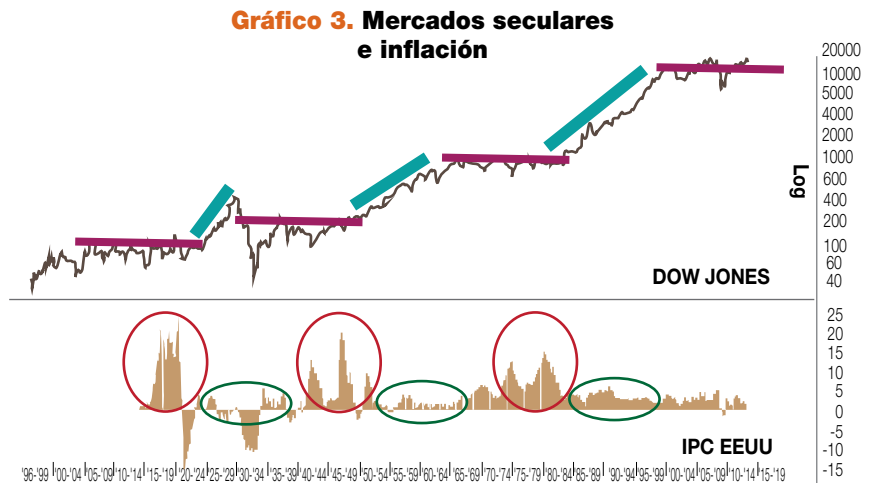
La idea es perfecta. Es muy difícil sustentar que el mercado de bonos a nivel mundial no es la burbuja más grande de la postguerra. Tres décadas de valorización lineal ofreciendo retornos más atractivos que los de la renta variable, un mercado que se ha triplicado en volumen en diez años y tasas de interés reales en varios casos negativas y mantenidas artificialmente por cuatro años de políticas de liquidez.

En palabras sencillas, la “Gran Rotación” es un cambio de mentalidad de grandes inversionistas que han sido forzados a invertir en portafolios con una alta ponderación en renta fija a tasas de interés no vistas en 200 años, esto producto de una situación atípica de debilidad económica, baja inflación y alta liquidez. Por ejemplo, Allianz, el segundo administrador de fondos en el mundo, actualmente tiene el 91% de su portafolio en bonos y sólo un 6% en acciones. Hace sólo diez años su participación en renta variable era cercana al 20%.

Como dije antes, aunque la idea hace mucho sentido, mi punto de vista es que es muy pronto para anunciar este cambio. Sobra decir que predecir el fin de una burbuja financiera es incluso más difícil que el de un nuevo ciclo bursátil y, en este caso, ambas cosas significan lo mismo. A continuación un resumen de los factores clave que a mi parecer van a determinar la rotación hacia el nuevo ciclo bursátil:

Inflación

Es la variable determinante del rumbo de la renta fija. En la actualidad la banca central y los gobiernos en países desarrollados han dado señales claras de mantener sus políticas de ayuda mientras la inflación se los permita. Desde un punto de vista secular, este comportamiento no es una novedad. El fin de los mercados laterales de los años veinte, cuarenta y setenta vino acompañado por fuertes políticas ex-



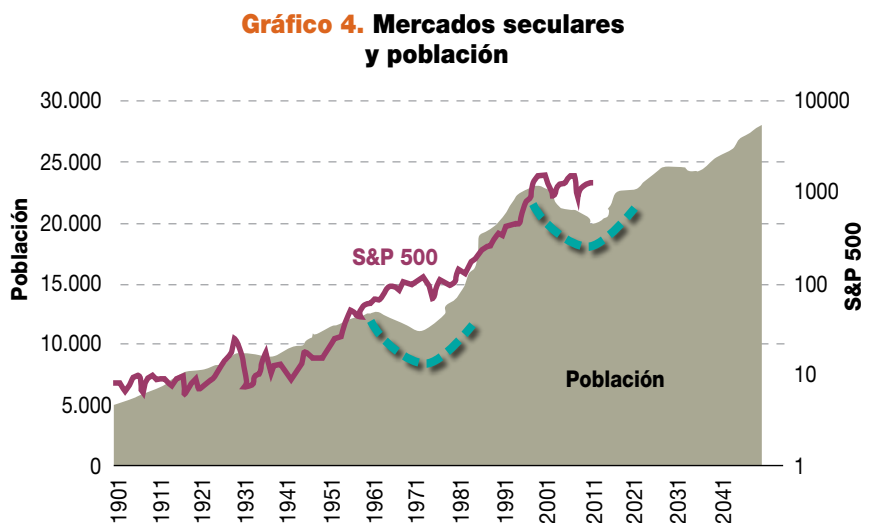
Fuente: Bloomberg y cálculos Alianza Valores.

pansionistas, guerras de monedas que terminaron con fortalecimiento del oro y finalmente espirales inflacionarias. La relación entre ciclos e inflación es un poco más compleja. Si bien ningún mercado secular alcista del siglo pasado comenzó sin brotes inflacionarios, para que estos mercados se mantuvieran al alza se necesitó una inflación bajo control. Según el Credit Suisse (Global Investment Returns Yearbook 2013) existe una distribución binomial entre acciones e inflación. La inflación tiende a afectar negativamente las acciones tanto por debajo del 2% como

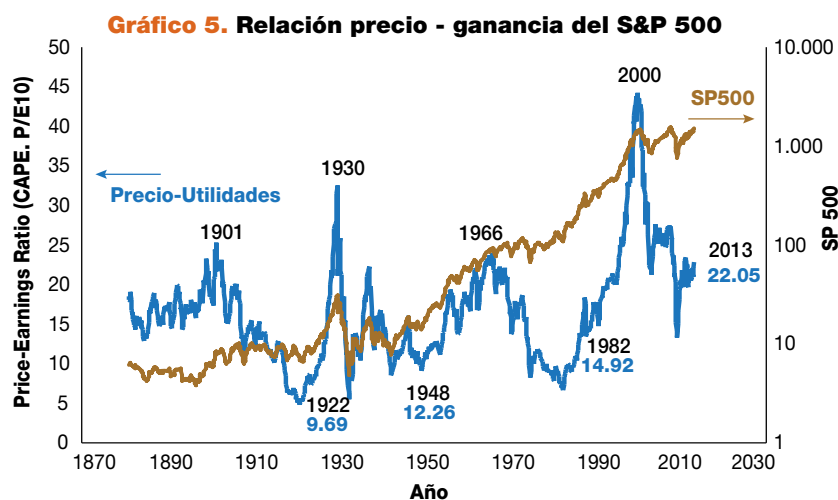
por encima del 4%. Un IPC muy bajo significa una economía en problemas y mayor demanda de renta fija, precios muy altos implican políticas agresivas de contracción de la banca central.

Población

Diversos estudios sugieren una fuerte relación entre la distribución demográfica y el comportamiento de las acciones, esto en la medida en que el riesgo de un individuo cambia a medida que envejece (Abel 2001, 2003; Brooks 2002). Dentro de este



Fuente: Haver Analytics



Fuente Online Data Robert Shiller.

contexto, el “baby boom” de la década del sesenta y su posterior retroceso es una de las principales razones para explicar tanto el ciclo secular alcista de los años ochenta y noventa como el bajista actual.

En un estudio realizado en 2011 por la Fed de San Francisco (“Boomer Retirement: Headwinds for U.S. Equity Markets?”) se concluye que el factor demográfico explica en un 61% el comportamiento futuro de las acciones. Lo interesante de este argumento es que el indicador de población (esto es las tasas de dependencia definidas como población entre 40-49 dividido entre edades 60-69) muestra que el piso del mercado se encontraría entre 2017 y 2021 para después tener un crecimiento continuo hasta 2030. De nuevo una visión completamente acorde con la existencia de ciclos de largo plazo y un punto de vista que no favorece el fin del ciclo actual en el corto plazo.

Valoración del mercado

Diferentes indicadores de valoración aún están por encima de donde habitualmente terminan los mercados laterales. Primero está la relación entre capitalización de mercado y PIB de la economía, conocido como el indicador fundamental preferido por Warren Buffett. En cada una de las crisis anteriores

esta tasa alcanzó niveles entre el 30% y el 40%. A principios de 2013 dicha tasa se encuentra en el 100%. Un ejercicio sencillo en donde el mercado de acciones corrige entre un 40% y un 50% los próximos años y a su vez crece al 3% anual en tasas reales del PIB llevaría el indicador a tasas similares a las de los ciclos anteriores antes de 2017.

También tenemos indicadores financieros como la relación precio ganancia de Shiller (RPG) que mide la tasa entre capitalización de mercado y utilidades promedio de los últimos diez años de las compañías. Actualmente este indicador se encuentra en niveles de 23 puntos, mientras que cada uno de los secular *bull markets* del siglo pasado comenzaron en niveles entre 5 y 7. Si bien a estos niveles podríamos hablar de un mercado en su valor justo o ligeramente costoso, igual no parece un nivel sostenible para iniciar un rally que pueda durar muchos años.

Pensamientos finales

El aspecto que más me llama la atención del debate secular es que finalmente quienes estudian esta dinámica están en desacuerdo (después de haber pronosticado a la perfección la crisis actual). La recomendación por lo tanto es mantener una visión flexible y permitir que sea el mismo mercado

el que confirme lo que puede pasar. Desde mi punto de vista, no hay necesidad de comprar acciones una vez se alcancen los máximos en el mercado norteamericano y el colombiano (lo cual está sucediendo actualmente). Si el mercado secular alcista ya empezó, tendremos muchos años de rentabilidad por delante “libres del riesgo” del mercado secular bajista actual.

No puedo reiterar lo suficiente lo cauteloso que se debe ser ahora que muchos analistas internacionales que trabajan con el “*sell side*” han tomado el discurso secular (así nos llamamos los que vendemos acciones y además recomendamos qué hacer). Es interesante ver cómo muy pocos hablaban de esta idea años atrás cuando su conclusión más obvia era que las acciones seguirían estancadas.

Finalmente, si bien la valorización del mercado de acciones y de bonos durante los últimos cuatro años ha sido sustentada por mejoras en las utilidades de las compañías y el empleo en Estados Unidos, la verdad todo se ha hecho con una dependencia absoluta de las políticas de liquidez de la Fed. Dos aspectos me preocupan acerca de esto. El primero, las políticas están teniendo un efecto marginal decreciente, lo que significa que están perdiendo efectividad sin observar un cambio radical aun en los fundamentales norteamericanos. Y segundo, si de verdad el mercado está listo para generar crecimiento e inflación sin ayudas, el proceso mismo de fin de las políticas de liquidez va a generar ventas en todos los mercados que se han visto beneficiados (acciones, bonos, mercados y monedas emergentes, etc.). En otras palabras, si es verdad que estamos listos para una “Gran Rotación” hacia un nuevo ciclo secular, el proceso mismo estará sujeto a períodos de volatilidad que implicarían correcciones que bien pueden durar varios semestres empujando el ciclo actual a fechas más acordes con mis propios cálculos.

¿Quién ronda al sector Justicia?*

Anif ha venido divulgando una serie de tareas pendientes que tiene la Corte Constitucional (CC), con la esperanza de que si ellas se llevan a cabo, esto ponga orden en la Rama Judicial de Colombia, un sector caracterizado por el caos y la “captura” sindical”. Un primer grupo de tareas tiene que ver con: i) la existencia o no de regímenes especiales de pensiones en la Rama Judicial; ii) ordenar al Ejecutivo la urgente tarea de devolver los saldos pensionales no reclamados por trabajadores que ya han cumplido su edad de retiro; y iii) reglamentar, de una vez por todas, cuáles son “los servicios públicos fundamentales”, donde no cabe el derecho de huelga

(ver *Comentario Económico del Día 25 de octubre de 2012*).

Un segundo grupo de tareas pendientes para la CC se relacionaba con: i) el penoso hacinamiento en las cárceles que bordea el 50% (ver gráfico 1); ii) las consultas con las etnias; y iii) la pendiente reforma a la justicia (ver *Comentario Económico del Día 14 de noviembre de 2012*).

Ahora bien, la mala noticia es que a medida que hemos ido profundizando en estas tareas de la CC, nos damos cuenta de que el problema es de mayor calado al imaginado, pues lo que ocurre es que al interior del Sector Justicia parece que nadie obedece a nadie y existe un gravísimo “choque

de trenes”. Para ilustrar la situación de caos institucional, vale la pena hacer un rápido inventario de ejemplos concretos y recientes.

Los Jueces no obedecen a la CC: el caso de tutelas para reajustes pensionales

La propia Corte Constitucional (CC) se había percatado de la “Caja de Pandora” pensional que se ha abierto en el país por cuenta del contencioso jurídico que enfrenta el fisco a través de

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1159 del 18 de febrero de 2013.

Gráfico 1. Población y hacinamiento carcelario en Colombia (1990 - 2012)

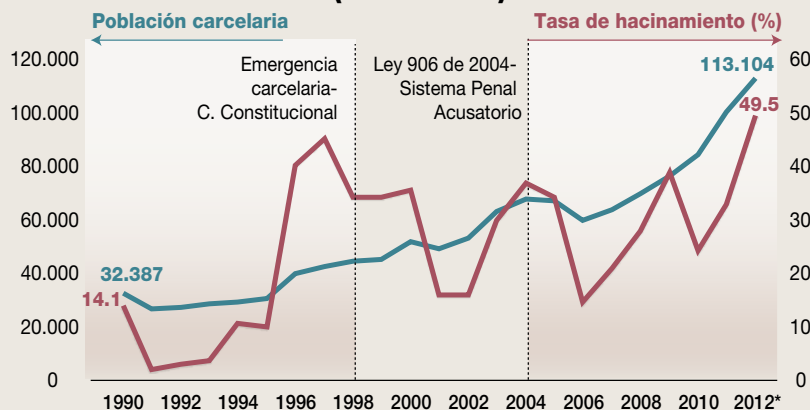
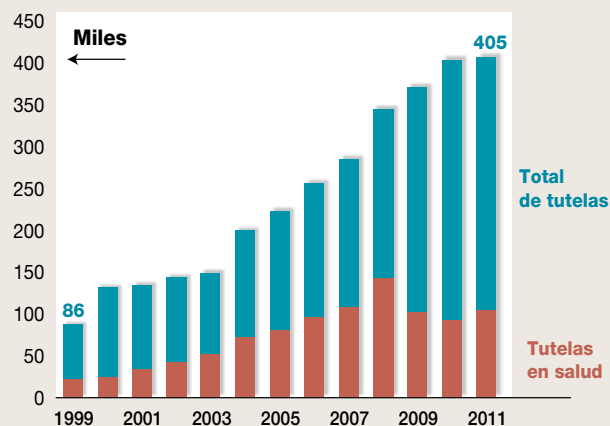




Gráfico 2. Evolución del número de tutelas (1999-2011)



Fuente: Defensoría del Pueblo (2012).

la “tutelitis” en el campo de la seguridad social (pensiones y salud). En efecto, sólo en 2011 se presentaron 405.000 tutelas de las cuales un 26% corresponden a temas de salud, ver gráfico 2. Por esta razón, la CC prohibió, a través de la Sentencia T-1012 de 2006, el uso de la tutela como mecanismo de reliquidación de las pensiones. Es bien sabido que varios jueces, en contubernio con oficinas de abogados, han montado verdaderas maquinarias de estafa a la Nación (ver *Comentario Económico del Día* 6 de julio de 2010).

A pesar de la prohibición expresa de la CC sobre el uso de la tutela como mecanismo de reliquidación de las pensiones, esto continúa ocurriendo, sin que el Consejo Superior de la Judicatura (CSJ) sancione a los jueces del caso. Todo parece indicar que los jueces sólo obedecen a quien les paga, decide sus ascensos y administra el presupuesto (CSJ) y no al organismo rector constitucional (CC).

Frente a semejante caos institucional, nos mencionan algunos magistrados que la situación sólo parecería tener como correctivo la expedición de “Leyes Estatutarias” de diverso tipo, incluyendo las áreas de salud, pen-

siones y laboral. Sigue prevaleciendo en Colombia el Santanderismo de los “Códigos” sobre la “Usanza” (*Tort Law*), lo cual ha vuelto a la CC un Rey de Burlas frente al CSJ y la insubordinación de todos los jueces. Si el sentir de muchos magistrados es que cada juez tiene derecho a disentir de los fallos de las Altas Cortes, pues entonces nunca habrá ni jurisprudencia ni aplicación de ley uniforme, sino que será la interpretación de cada juez. ¿En qué país del mundo la rama administrativa de la justicia desobedece abiertamente a la CC?

El Consejo Superior de la Judicatura no obedece a la CC: el caso del paro judicial

Durante octubre-noviembre de 2012, el sector Justicia realizó un paro, con gravísimas consecuencias para la economía nacional, convalidado por el CSJ. Infortunadamente, el Ejecutivo terminó cediendo frente a la presión por reajustes salariales, por las vías de hecho, y sin exigir ni modernización ni incrementos en productividad a cambio de ello. Aquí es importante recordar

el grave problema de congestión de la Rama Judicial, que pese a las medidas de descongestión adoptadas en los últimos años, aún tiene más de dos millones de procesos represados en sus despachos (ver gráfico 3). Los sindicatos le han ganado la mano a la CC y también al Ejecutivo, tras el fiasco del hundimiento de la reforma a la Rama Judicial.

Cabe recordar que la Ley 1210 de 2008 trasladó a la Rama Judicial las decisiones sobre declaratoria de ilegalidad frente a la cesación de actividades laborales. Esto con el fin de atender las negociaciones del TLC con el Congreso de Estados Unidos (ver *Informe Semanal No. 956* de noviembre de 2008). Pero, lo que realmente está pendiente es reglamentar el alcance del Artículo 56 de la CP, donde se señala que “los servicios públicos esenciales no admiten huelga”. Colombia ha completado ya 20 años de “limbo jurídico” en este frente, donde ni la CC ni el Congreso se atreven a hacer su tarea.

Se requirió que la Rama Judicial entrara en huelga en 2008, para que la Sentencia 42.273 del 15 de octubre de 2009 precisara que la Rama es uno de esos sectores sin derecho a huelga.

El CSJ, que debería haberlo prohibido y sancionado, terminó impulsándolo para ganar asignaciones presupuestales. Este mismo expediente acaba de repetírsele el CSJ y los sindicatos de la Rama al Ejecutivo en 2012, con los resultados antes comentados. ¿En que país del mundo la Rama Judicial hace paro y se sale con la suya tras la expresa prohibición de la CC? Esto sólo ocurre en un país legalista, donde ni las leyes ni los mandatos de la CC se cumplen, como Colombia; y ello ocurre no una sino dos veces (2008 y 2012).

El Procurador no obedece a la CC: el caso de las pensiones de la Rama Judicial

Colombia llegó a un pésimo arreglo institucional a la hora de permitir la reelección inmediata del Presidente de la República (aupado por el lamentable Uribe-II) y también se equivocó a la hora de aprobar la reelección inmediata del Procurador de la República, donde han sido de amplio conocimiento las malas prácticas de contubernio político para lograr dicha reelección.

A lo anterior toca añadirle que el actual Procurador General de la Nación ha estado abriendo un peligroso boquete de desangre pensional. En su Circular de noviembre 3 de 2010, la Procuraduría ordenó a los funcionarios del Ejecutivo continuar dando dádivas pensionales que creíamos que las leyes 797 y 812 de 2003 y el Acto Legislativo 1 de 2005 ya habían taponado (ver *Comentario Económico del Día* 14 de diciembre de 2010). Amparada en la Ley de Descongestión Judicial (Ley 1395 de 2010), la Procuraduría pretende habilitar, confundiendo regímenes especiales con

transición pensional, un tratamiento especial a la Rama Judicial, cuando ello había quedado taxativamente limitado a los miembros de la Fuerza Pública, el Presidente de la República y el magisterio. En la Circular se invocan el Decreto 546 de 1971 y el Decreto 717 de 1978 para habilitarles a funcionarios judiciales y, de contera, a los de la Procuraduría, tasas de reemplazo del 75%, liquidados sobre el salario más alto del último año, cuando la norma vigente se acerca más al rango 65%-70% y, además, liquidados sobre el salario de los últimos diez años o el promedio de toda la carrera salarial. Como ya lo comentamos, la CC está en mora de aclarar cuál debe ser el procedimiento a seguir en materia de

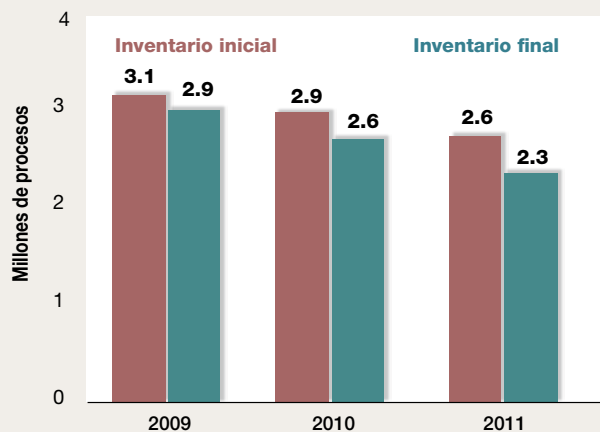
Internacional (Ley 1563 de 2012). Si bien los tribunales de arbitramento son un instrumento útil para aplicar la pronta justicia, crucial en un país como Colombia, ahora parece que el propio Consejo de Estado no resuelve los problemas sino que les da largas. Éste es el caso del reciente fallo proferido por el Consejo de Estado donde se anula el laudo arbitral del proceso entre EPM Telecomunicaciones (ahora Une) y Comcel (ahora Claro) debido a fallas de procedimiento en el tribunal de arbitramento. Sin embargo, dicho fallo se quedó corto. ¿No hubiese sido mejor obligar al tribunal a reintegrarse y a cumplir con su tarea correctamente?, de ese modo las partes se ahorrarían cinco años de litigio.

Conclusiones

En síntesis, los anteriores casos deben despertar a la opinión pública sobre el manto de caos que ha cubierto a la Rama Judicial en Colombia. Allí no sólo existe desidia administrativa, cuando no corrupción (como el caso de los “carruseles pensionales”), sino un grave “choque de trenes” que se ha venido manifestando bajo la forma de abierta desobediencia de los jueces frente al CSJ y del CSJ frente a la CC. Tal vez el único

elemento de no agravamiento en años recientes es que parecerían estarse entablando unos principios de respeto entre la CC, el Consejo de Estado y la Corte Suprema, para no continuar con el bochornoso expediente de andar cruzándose tutelas entre las Altas Ramas. Pero, pensando en cómo establecer el “imperio de la Ley”, vemos con algo de desazón que al sector Justicia parece que nadie lo ronda en Colombia. 

Gráfico 3. Descongestión judicial (2009-2011)



Fuente: Consejo Superior de la Judicatura (2011).

pensiones especiales, tras la tajante orden de la Reforma Constitucional de 2005 de sólo dejarlas abiertas exclusivamente para los miembros de la Fuerza Pública, el Presidente de la República y el magisterio.

Por otra parte, cabe mencionar los problemas que ahora se presentan en la aplicación de la justicia arbitral. Lo anterior, pese a los avances alcanzados en esta materia con la expedición del Estatuto de Arbitraje Nacional e

Comentarios al Informe Nacional de Competitividad 2012-2013 *



En Anif nos ha gustado el enfoque práctico del Informe presentado por el Consejo Privado de Competitividad (CPC). Allí se destacan las acciones que deben emprenderse para solucionar diagnósticos bastante conocidos por la opinión pública en los 12 sectores analizados. Como bien lo destaca el Informe, Colombia ha estado lejos de haber logrado crecimientos del PIB-real sostenidos del 6% anual (actualmente promediamos un 3.9% anual quinquenal), como se lo proponía el CPC desde su nacimiento en 2006. También se reporta que Colombia continúa registrando las últimas posiciones en materia de competitividad global (69/144 o 52/59).

En esta nota haremos breves comentarios a algunas de las propuestas sectoriales del CPC, focalizándonos en aquellas que requieren precisiones o donde hemos identificado problemas de consistencia y/o implementación.

Educación.

Frente a los problemas de cubrimiento y baja calidad, el CPC recomienda crear equipos de asesores territoriales que hagan seguimientos. En este

frente, Anif sugiere que esta buena iniciativa se concrete buscando apoyo de las multilaterales (BID y Banco Mundial), para que se usen las mejores prácticas internacionales y se apliquen recursos de cooperación técnica (sin costo para Colombia). El CPC también recomienda aplicar recursos de parafiscalidad-laboral para financiar, a través de la Ley de APPs, instituciones públicas y privadas para mejorar la capacitación técnico-vocacional. Anif quiere resaltar la importancia de esta iniciativa, especialmente si la reforma tributaria en curso resulta sobrefinanciando al Sena por cuenta del entuerto financiero en que se convertirán los recursos del CREE, al volverlos de destinación específica y tener que crear un fondo para suavizar en el tiempo el financiamiento del Sena-ICBF-Salud (ver *Informe Semanal* No. 1145 de octubre de 2012). Sobre el tema de la calidad de los



docentes, el CPC recomienda: i) obligatoriedad de evaluaciones anuales para los docentes, cuyos resultados servirán para otorgar premios-pecuniarios por excelente desempeño; ii) elevar las remuneraciones de los nuevos docentes de alta calidad, para emular las buenas prácticas de Asia y de los países nórdicos, donde ser docente conlleva buenos niveles de vida y reconocimiento social (ver *Comentario Económico del Día* 9 de marzo de 2011); y iii) que un ente independiente genere rankings de universidades públicas (por carreras, añadimos nosotros), para guiar la toma de decisiones de los aspirantes. Todas estas recomendaciones apuntan en la dirección correcta, pero exigen una gran decisión política, que hasta la fecha la Administración Santos no ha liderado con el ahínco requerido.

La única recomendación del CPC en el frente educativo que no comparte Anif es la relacionada con impulsar esquemas migratorios para incentivar

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1158 del 11 de febrero de 2013.

la llegada de jóvenes extranjeros bien calificados, pues consideramos que ese expediente debe reservarse exclusivamente para personas maduras con dichas características, que nos traigan experiencias ganadoras. Si esa opción se abre a los jóvenes, cuando Colombia enfrenta una elevada tasa del 64% de participación laboral (tal vez la más alta de la región), amenazamos con agravar nuestro problema de desempleo estructural que bordea el 10%-12%.

Salud.



El problema más grave tiene que ver con la operancia inadecuada del sistema de aseguramiento EPS-IPS y su

dualidad contributivo-subsidiado. El CPC recomienda que el cálculo de la UPC tenga un componente fijo y uno variable (en función del avance en tareas de promoción-prevención). Aunque es claro que existe un problema de bajos incentivos para estas tareas de promoción-prevención, consideramos que la solución propuesta por el CPC es algo teórica y difícil de implementar. La realidad más bien nos dice que el componente PAB de la Ley 100 de 1993 debe aplicarse y

gerenciarse como un “bien público” bajo la dirección centralizada del Ministerio de Salud.

Sobre el tema de integración vertical-horizontal EPS-IPS, el CPC hace bien en repicar sobre la importancia de revisar esos límites (arbitrarios del 30%), donde Uribe-I-II improvisó bastante (ver *Informe Semanal* No. 993 de septiembre de 2009). También compartimos el eco que hace el CPC sobre los llamados de Anif-Fedesarrollo a financiar el componente de la salud (y otros parafiscales) a través de incrementos en el IVA, tal como ocurre ahora en Europa (España y Francia) y de tiempo atrás en Chile (ver *Comentario Económico del Día* 30 de octubre de 2012).

Pensiones.



En este frente, el CPC enfatiza la urgencia de cerrar el Régimen de Prima Media (RPM) a nuevos afiliados, debido a su alta ineficiencia, regresividad y desangre fiscal.

Sin embargo, el CPC realiza dos propuestas bastante peligrosas en materia de “riesgos morales” y agravamientos fiscales: i) virar hacia un “régimen solidario”

(¿un régimen de pilares?), lo cual puede ser interpretado en la dirección gubernamental de obligar a que todos coticen sobre 1-2 SML al RPM, lo cual sería un golpe fatal a la viabilidad del Régimen de Ahorro Individual (RAIS); y ii) establecer un subsidio mínimo para “toda la población en edad de pensión”, lo cual suena a una generalización de los BEPs, con gravísima incidencia fiscal (ver cuadro 1), ver *Comentario Económico del Día* 23 de octubre de 2012.

Tampoco nos parece acertada (ni económica ni políticamente) la recomendación de desindexar las pensiones (ni la mínima, ni las no-mínimas). Consideramos que el Art. 48 de la Constitución Política (CP) hace bien en proteger dicha indexación a la inflación, pues es la única forma de proteger el poder adquisitivo de los pensionados. Esto debe desligarse del problema de la indexación del salario mínimo, donde observamos que el salario medio ha ido convergiendo hacia el salario mínimo, lo cual también les da derecho a participar de las ganancias de la productividad laboral (ver *Comentario Económico del Día* 17 de octubre de 2012). La solución al impacto que ello tiene sobre las reservas actuariales de las AFPs o de las aseguradoras debe buscarse desligándolas de los ajustes del salario mínimo, no negándoles las ganancias en productividad al 70%-80% de los

Cuadro 1. Impacto fiscal de los BEPs (2012-2050)

Tipo de agente	Ponderación (%)	Número de personas	Impacto anual (% del PIB)	Impacto en el pasivo pensional (% del PIB)
Cuasi graduados	25	2.739.988	Bajo	Bajo
A mitad de camino	25	2.739.988	0.04	0.7
Costosos	50	5.479.976	0.09	1.3
TOTAL	100	10.959.952	0.13	2.0

Fuente: cálculos Anif.

cotizantes al PILA que ganan cerca de ese salario mínimo. Anif tampoco comparte la recomendación del CPC de igualar las edades de pensiones de hombres y mujeres, pues lo que hemos venido recomendando es elevarlas diferencial y gradualmente (en un plazo inferior a 5 años) de 57 a 62 años para mujeres y de 62 a 65 años para hombres (ver *Informe Semanal* No. 1107 de enero de 2012). La razón para no igualarlas tiene que ver con un tema de naturaleza-biológica: los hombres (aún) no engendran, son ellas, luego esa carga femenina debe poderse compensar con una pensión más temprana para las mujeres que para los varones.

Mercado laboral.



Para enfrentar el alto desempleo y la informalidad, el CPC recomienda sustituir el financiamiento de cargas sobre la nómina (incluyendo a las ¡Cofamiliares!) a través de ingresos generales, como ya lo comentamos. En materia de salario mínimo, ya expresamos que Anif no comparte la idea de sólo reconocer la inflación, pues creemos que la solución está en desligar los ajustes en

balances-reservas de dicho salario mínimo, no negando las ganancias en productividad al 70%-80% de los asalariados. Nos parece que el CPC hace bien en recomendar la reglamentación del Art. 171 del PND referente a la contratación laboral por períodos cortos, en línea con lo logrado recientemente en la reforma laboral de México, donde se instituyó el salario por horas. También aplica en este caso la extensión de 2 a 6 meses del período de prueba para trabajadores recién egresados de centros vocacionales o de educación superior.

Infraestructura; sistema financiero; energía; política comercial; justicia.



Nos parecieron capítulos bien elaborados y con recomendaciones acertadas, donde encontramos gran coincidencia estructural, que por razones de espacio no entramos a detallar. Sólo queremos destacar las grandes dificultades de implementación que el país está encontrando en: i) alcanzar manejos multimoda-

les adecuados en transporte; ii) modernización de entidades como la Dian, ICA e Invima para enfrentar los TLCs; iii) organización del sector Justicia, donde el CSJ es el principal obstáculo; y iv) eliminar las tutelas contra sentencias, sin lo cual seguirá reinando un gran caos jurídico en Colombia,

Acreditación Institucional de Alta Calidad

Formación integral para la transformación social y humana

Sistema de Formación Avanzada / Postgrados

Escuela de Ciencias Estratégicas

- **Maestría en Administración**
Medellín 20808 / Montería 101928
- **Especialización en Estrategia Gerencial y Prospectiva**
Medellín 12106
- **Especialización en Gerencia Financiera**
Medellín 12705 / Montería 12703 / Palmira 9528
- **Especialización en Gerencia de Proyectos**
Medellín 8179 / Armenia 54364
Montería 9341 / Palmira 101541
- **Especialización en Gerencia para Ingenieros**
Medellín 5265 / Armenia 10979 / Montería 9943
- **Especialización en Finanzas Corporativas y Mercado de Capitales**
Medellín 8719

**Sistema de Formación Avanzada
Mercadeo y Promoción Universitaria**

(574) 354 4592 - 448 8388 ext. 15228 - 19201 - 15232
312 898 04 79 • upb.contacto@upb.edu.co

www.upb.edu.co

Medellín y Marinilla (Antioquia) // Bucaramanga // Montería // Palmira // Bogotá

prácticamente en todos los frentes de la infraestructura, de las pensiones, de la salud, etc.

Ciencia, tecnología e innovación; TICs; promoción de competencia; cambio estructural.



A diferencia de las recomendaciones detalladas y focalizadas de los temas antes discutidos, estos capítulos nos parecieron algo vagos y sin el

alcance de recomendaciones prácticas.

Tributación.

El CPC es consciente, al igual que Anif y Fedesarrollo, de la baja carga tributaria que presenta Colombia, y

de allí el llamado a ganar en eficiencia y recaudo, de forma estructural. Al tiempo que se aplaude el esfuerzo por reducir el número de tasas del IVA, el CPC hace eco de la propuesta de incrementar la tasa general al 18%, tal como ya comentamos ocurre en Europa y Chile. Sin embargo, el CPC hace un extraño llamado a buscar la sustitución de recursos tributarios, reduciendo el ICA (que tiene carácter regional) por recursos nacionales del IVA (que igual se comparten territorialmente vía SGP). Además, el CPC insiste sobre la devolución del IVA resultante del incremento en gravámenes de la canasta básica, lo cual no sólo es casi un “imposible categórico” ante la Corte Constitucional, sino que generaría grandes problemas administrativos en dicha devolución, peores que los que hoy enfrenta la Dian con los relacionados a la devolución de IVA-exportaciones (muchas de ellas ficticias), ver *Informe Semanal* No. 1145 de octubre de 2012.



Por último, nos parece una arriesgada jugada tributaria la propuesta de pensar en instituir en Colombia el régimen

de Chile de tributación sobre dividendos, a través de reducir la tasa empresarial del 33% al 20%, pues seguramente habría una pérdida neta en el recaudo sobre las firmas en Colombia. Diversos ejercicios nos muestran que el margen adicional de gravamen en Colombia está es en cabeza de los hogares y del IVA (ver cuadro 2), pero manteniendo la presión tributaria actual a nivel de la renta en cabeza de las firmas (donde todavía existe el desafío sobre cómo sustituir los recursos del 4x1.000 y del impuesto patrimonial), ver *Comentario Económico del Día* 30 de octubre de 2012. ANIF

Cuadro 2. Colombia y Chile: ingresos tributarios (Sector Público Consolidado, % del PIB)

	Colombia-2011	Chile-2010	Diferencia
	(1)	(2)	(1-2)
I) Firmas	6.3	4.6	1.7
a) Imporrenta	4.3	4.6	-0.3
b) Impopatrimonio	0.5	0.0	0.5
c) Operativos	1.5	0.0	1.5
-Parafiscales	1.0		
-4X1.000	0.5		
II) Hogares	1.6	2.3	-0.7
a) Imporrenta	1.1	2.3	-1.2
b) Impopatrimonio	0.2		0.2
c) Operativos	0.3	0.0	0.3
-Parafiscales	0.0		
-4X1.000	0.3		
III) Resto (firmas+hogares)	10.4	13.0	-2.6
a) IVA	5.7	8.0	-2.3
b) Locales	3.0	3.0	0.0
d) Seguridad social	1.7	1.4	0.3
d) Otros	0.0	0.6	-0.6
Ingresos tributarios totales	18.3	20.0	-1.7
Memo: Gob. Central	13.6	16.3	-2.7

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP, FMI y Banco Central de Chile.

Desafíos de la política económica para 2013 *

El complicado entorno global

La prolongada crisis financiera global ya completó su quinto año (2008-2012) y ha complicado bastante su solución al haber mutado de una crisis financiera-hipotecaria hacia una profunda crisis fiscal en el mundo desarrollado. La mayor fuente de incertidumbre en el plano macrofinanciero internacional continúa siendo el precario desempeño de la Zona Euro, donde probablemente se registrará una contracción cercana al -0.5% al cierre de 2012. Esta cifra enmascara un comportamiento aceptable en Alemania (+0.9%), pero verdaderos desastres en Grecia (-6%), Italia (-2.1%) y España (-1.4%). De hecho, la tasa de desempleo en la Zona Euro ahora se ha elevado hacia un promedio del 11.8% y en el caso de España bordea el 26% y hasta el 58% para los jóvenes. Si bien a lo largo de 2012 se avanzó en desplegar mecanismos de salvataje fiscal a través de la Troika (FMI, Unión Europea y BCE), buscando la unión bancaria y fiscal, la implementación de dichos planes tomará todo el año 2013 (ver *Informe Semanal* No. 1153 de diciembre de 2012).



Estados Unidos está en mejor posición socioeconómica, pues su sistema hipotecario ha empezado a dar señales de revitalización que le permitirán compensar (por el momento) sus debilidades industriales. Aun así, Estados Unidos sólo habría crecido a tasas cercanas al 2% en 2012 y, para 2013, su PIB-real se expandiría en el rango 1.5%-2%, pues el pacto político de inicios de enero de este año tan sólo logró contener parcialmente los efectos contraccionistas del “abismo fiscal”, con particular aletargamiento durante el primer trimestre de 2013. Si bien se lograron extender las rebajas impositivas para el 99% de la población, los aportes del impuesto a la nómina a cargo del empleado se estarán incrementando nuevamente

del 4.2% al 6.2%, lo cual tendrá un efecto contractivo sobre la demanda agregada del orden del 0.6% del PIB. Además, los recortes automáticos de gasto derivados del aumento del “techo del endeudamiento” (agosto de 2011), tan sólo pospuestos hasta marzo de 2013, llevarían a la economía de Estados Unidos a crecer más cerca del 1.5% a lo largo de 2013 que de su potencial del 2.5%. Esta discusión de los gastos automáticos en marzo

coincidirá con la difícil negociación política que seguramente se dará hacia esa fecha, dada la necesidad de aumentar nuevamente dicho “límite de endeudamiento”.

Dadas las debilidades del mundo desarrollado, los países emergentes se han ido contagiando y ya se observa una evidente desaceleración en los BRICs, donde China estará creciendo cerca del 7.5% en 2012, India un 5.2%, Rusia un pobre 3.6% y Brasil un penoso 1%. Asimismo, América Latina tan sólo habría logrado crecer un 2.4% en 2012 frente al 4.2% de

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1154 del 14 de enero de 2013.

2011 y se perfila hacia un mediocre rebote a tasas del 3.7% en 2013.

Impacto sobre Colombia

Teniendo como referencia este panorama internacional, no debe sorprendernos que Colombia también se haya desacelerado hacia un 3.8% en 2012, ya que el tercer trimestre registró expansiones decepcionantes en el PIB-real (2.1% anual), muy por debajo de nuestro rango de pronóstico (3.9%-4.1%), realizado un trimestre atrás, e inclusive respecto de las revisiones pesimistas que arrojaban los indicadores líderes de industria y comercio más recientes (ver ALI No. 77 de diciembre de 2012).

Como ya se conoce, el sector con el desempeño más pobre fue la construcción, cayendo a una tasa del -12.3% anual durante el tercer trimestre de 2012, tanto en obras civiles (-14.6%) como en edificaciones (-10.5%). También fue malo el comportamiento industrial (-0.1%) y de la minería (0.5%), donde los problemas de seguridad y de licencias ambientales continuaron postergando el alcance de la meta del millón de barriles diarios, completándose un año de atraso. Todo ello tuvo repercusiones laborales, pues la tasa de desempleo de noviembre continuaba estancada en el 9.2%, arrojando un penoso promedio anual del

10.5% durante 2012 frente al 10.8% de 2011. Todo este deterioro macroeconómico internacional y local nos ha llevado a revisar a la baja nuestro pronóstico de crecimiento del 4.5% (anterior) hacia un 3.8% para 2012 (como un todo).

En nuestra última edición (*Informe Semanal* No. 1153 de diciembre de 2012) habíamos realizado el balance de riesgos observados a lo largo de 2012, relacionados con: 1) riesgos en infraestructura; 2) desaceleración económica; 3) sobreexpansión crediticia; 4) apreciación cambiaria; y 5) rebrote inflacionario. En esa ocasión tan sólo alteramos el ordenamiento de los dos últimos rubros al cotejar los pronósticos de inicios de 2012 frente a lo finalmente observado, constituyéndose en el mejor desempeño de pronósticos desde que instauramos este tipo de ejercicios cuatro años atrás (ver cuadro 1).

En esta edición analizaremos el cuadro de riesgos que Anif visualiza para el año 2013, complementando así el balance de 2012 antes señalado. Como veremos, los mayores riesgos de 2013 estarán proviniendo de: 1) el agotamiento en las reducciones en la tasa de desempleo, pues ya hemos alcanzado los niveles estructurales del 10%-11%, sin que se hayan emprendido reformas de gran calado que permitan romper esa barrera estructural (salvo por la reciente sustitución subóptima de

fuentes de financiamiento del 13.5% de parafiscales de un total del 60%); 2) el agravamiento del desbalance en la cuenta externa (pasando del 3% al 4% del PIB), si hubiera una reversa en los términos de intercambio y persistieran los problemas de baja competitividad resultantes de los atrasos en infraestructura; 3) riesgos de mayor desaceleración económica local, dado el complicado entorno global, antes descrito; 4) probables deterioros en la calidad de la cartera crediticia, especialmente en la de consumo, como resultado de sus aceleradas expansiones en 2011-2012, en medio de elevado desempleo; y 5) podrían ocurrir rebotes inflacionarios, presionados por la mayor devaluación y su *pass-through*, relacionados con el posible deterioro de las cuentas externas de Colombia, aunque afortunadamente partimos de niveles bajos de inflación del 2.4% en 2012.

Nótese que en esta edición no señalamos explícitamente los problemas de infraestructura, como lo hicimos en 2011-2012. Esto debido a que ellos han dejado de ser un problema coyuntural (agravado por los daños invernales de años anteriores) para convertirse en un problema estructural que viene afectando la competitividad e impidiendo el aprovechamiento de los TLCs. Lastimosamente, corregir los graves problemas identificados

Cuadro 1. Riesgos de 2012: pronósticos vs. observados

Ranking pronosticado	Pronóstico (En enero de 2012)		Ranking observado	Observado (En diciembre de 2012)	
	Riesgo	Valor		Riesgo	Valor
1	Rezago en infraestructura	-	1	Rezago en infraestructura	-
2	Recuperación económica	4.5%	2	Recuperación económica	3.8%
3	Sobreexpansión crediticia	-	3	Sobreexpansión crediticia	-
4	Rebote inflacionario	3.6%	4	Desequilibrios cambiarios	\$1.798/dólar, apreciación: 2.7%
5	Desequilibrios cambiarios	\$1.845/dólar, apreciación: 0.1%	5	Rebote inflacionario	2.4%

Fuente: elaboración Anif.

por la Comisión de Infraestructura tomará al menos un par de años más (ver *Informe Semanal* No. 1153 de diciembre de 2012). Por último, cabe destacar que, en esta ocasión, tampoco enfatizamos problemas de carácter fiscal, pues la combinación de bajas ejecuciones presupuestales (frente a las necesidades del sector de infraestructura, salud y justicia) y el buen desempeño en recaudo tributario (creciendo a una tasa anual del 11% real durante 2011-2012) hacen presagiar que el déficit del Gobierno Central estará convergiendo hacia un 2.4% del PIB; sin embargo, la presión estructural continúa allí por cuenta de la falta de adecuada provisión de todos esos bienes públicos.

1. Estancamiento en la reducción de la tasa de desempleo

Durante el año 2011, se logró una reducción de un punto porcentual en la tasa de desempleo (promedio año), pasando del 11.8% al 10.8%, en buena medida como resultado del excelente desempeño del PIB-real al crecer un 5.9%. Los apoyos en materia de contribuciones parafiscales (según Ley 1429 de 2010 sobre Primer Empleo) han sido más bien marginales, pues la verdad es que la relación contribuyentes PILA/PEA ha permanecido inalterada en sus promedios históricos del 30%-34% durante 2011-2012.

La mala noticia es que la porción “fácil” de la reducción en la tasa de desempleo ya se logró y la convergencia hacia la tasa estructural NAIRU del 10%-11% estará haciendo las cosas más difíciles en el frente de empleo durante 2013. A nivel sectorial hemos venido señalando los desafíos que representa el proceso de desindustrialización, por cuenta de

la Enfermedad Holandesa, y a nivel coyuntural el pobre desempeño del agro y el comercio durante el año 2012 que pone las cosas “cuesta arriba” en el frente laboral (ver *Informe Semanal* No. 1139 de septiembre de 2012).

2. Desbalances externos

Ya hemos comentado el evidente contagio en materia de desaceleración económica que ha venido sufriendo el mundo emergente, especialmente los BRICs, por cuenta de la crisis en la Zona Euro y las debilidades de Estados Unidos durante 2011-2012. Por ejemplo, se calcula que la reducción en la demanda por reservas estratégicas de petróleo por parte de China y Estados Unidos podrían tumbar el precio del petróleo de los niveles actuales de US\$90/barril hacia la franja US\$70-75/barril, cerca de su promedio histórico de US\$60 de la última década.

De forma similar, el auge del “*shale gas-oil*” en Estados Unidos podría agravar la reducción de las cotizaciones del carbón en otro 10%, lo cual significaría que éstas habrían pasado de US\$110/tonelada en 2011 a sólo US\$80 para finales de 2013. Además, debe tenerse en cuenta que ya existen problemas para alcanzar los volúmenes planeados: la brecha en petróleo ha sido de unos 60.000bpd por cerca de un año (940.000 vs. 1 millón) y en carbón de unos 7 mi-

llones de toneladas/año (90 vs. 97) durante 2012.

3. Desaceleración económica

Cabe recordar que, durante 2008-2010, la economía colombiana no logró mantener la senda de crecimiento del 5.5% anual observada en 2003-2007, a pesar de que la inversión bordeó el 24% del PIB. Esto debido a que, según nuestros análisis ICOR, se requería una relación sostenida Inversión/PIB no inferior al 30% para lograr crecer a tasas del 5.5% anual. Durante el período 2011-2012, el crecimiento de la economía colombiana promediaba un 4.9% anual, resultante de tener un año excepcional (a tasas del 5.9% en 2011) y uno promedio (esperándose un 3.8% en 2012). Probablemente, la inversión fija creció un 6.8% durante 2012, logrando elevar su participación dentro del PIB del 26.6% al 27.1% (ver *Informe Semanal* No. 1151 de diciembre de 2012).

Para 2013, dicha inversión crecería un 7.8% y la relación con el PIB llegaría al 28%. Así, lo más probable es que nuestra economía continúe arrojando crecimientos en el rango 4%-5%, donde Anif ha reducido su pronóstico del anterior 4.8% al 4.3% para este año, por cuenta de la mencionada desaceleración interna y el complicado entorno internacional, antes detallado (ver cuadro 2).

Así, el otorgamiento del grado de inversión a Colombia, a partir de

Cuadro 2. Desafíos de 2013

Ranking	Riesgo	Pronóstico
1	Agotamiento mejoras empleo	10.2%-Tasa de desempleo promedio
2	Desbalances externos	3%-4% del PIB-Déficit de cuenta corriente
3	Desaceleración económica	4.3%
4	Calidad cartera crediticia	-
5	Rebote inflacionario	3%

Fuente: elaboración Anif.

2010, en realidad tan sólo ha servido para reducir el cobro de los *spreads*, pero ello todavía no se manifiesta en cambios estructurales que nos permitan acelerar el crecimiento de largo plazo de Colombia hacia el añorado 6% anual.

4. Calidad de la cartera crediticia

Las elevadas expansiones de la cartera registradas en 2011-2012 (llegando al 20% durante buena parte de 2011) llevaron a las autoridades a tomar medidas para asegurar un “aterrizaje crediticio” suave. El BR totalizó alzas en su tasa repo por 225pbs, incrementándola hasta el 5.25% al corte de febrero de 2012, mientras que la SF aumentó las provisiones del portafolio de consumo, particularmente de aquellos créditos otorgados sin garantía y de las entidades con deterioros marginales en su calidad. Dichas políticas han venido surtiendo efecto, desacelerando la cartera a expansiones del 11.4% real al corte de octubre de 2012 (y seguramente con expansiones reales del orden del 11% al cierre de 2012).

El reto para la política económica será monitorear el crecimiento de la cartera vencida a lo largo de 2013. Afortunadamente, se parte de niveles relativamente bajos, donde el indicador de calidad (cartera vencida/cartera bruta) bordeaba sólo el 3% para la cartera total y el 5% para la de consumo al corte del mes de octubre de 2012.

5. Rebrote inflacionario

Después de cerrar el año 2012 con favorables registros del 2.4% (cerca del piso del rango-meta del BR), las presiones inflacionarias para 2013 serían moderadas. Las probabilidades de ocurrencia de cambios climáticos acentuados lucen bajas y, además, las presiones resultantes de la brecha del Producto parecen estar bajo control, en la medida en que nuestra economía estará creciendo nuevamente en línea con su potencial cercano al 4.5%.

Tal vez el único riesgo destacable vendría de un choque externo resultante de posibles desbalances con el exterior. Frente a un hipotético deterioro en los términos de intercambio, se podría presentar una devaluación acelerada (digamos a tasas cercanas al 10% anual), donde la TRM pasaría de promediar \$1.798/dólar en 2012 a unos \$2.000/dólar en 2013. Si bien le damos tan sólo una probabilidad del 30% a un escenario de este tipo, habría que estar en guardia frente a posibles presiones de costos de importación. Éstos entrarían a combinarse con un ajuste del SML del 1.6% real, el cual terminó desbordando el 1% resultante de ganancias en productividad. La ventaja es que se parte de niveles “cómodos”, donde el IPP registraba deflación de casi un -3% anual al cierre de 2012 y donde los transables tan sólo mostraban inflación del 0.8% anual. Por estas razones, el riesgo de rebrotes inflacionarios es más bien bajo para el año 2013. 



El valor del conocimiento

El servicio de **actualización profesional de vanguardia y actualidad** en temas jurídicos y contables.

Consulte los eventos y capacitaciones vigentes en www.aplegis.com



Estar con el líder siempre le da más.

INFORMES E INSCRIPCIONES:

Bogotá 425 5322 - Línea Nacional 01 8000 511144
Fax: 410 3554 Ext. 1670 - E-mail: ap@legis.com.co

www.aplegis.com

Para mayor información comuníquese con la Línea de Contacto Legis:
Bogotá 425 5200
Línea Nacional 01 8000 912101
sciente@legis.com.co
www.legis.com.co



ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Las operaciones repo: su papel en la profundización financiera *



A principios de noviembre de 2012, el mercado bursátil colombiano se vio sacudido por la intervención y posterior cierre de la sociedad comisionista Interbolsa, entidad que manejaba en ese momento cerca del 18% (promedio ponderado) del mercado de valores local. Ello causó una elevada incertidumbre en el mercado bursátil, afectándose la liquidez de algunos comisionistas y reduciéndose sensiblemente los volúmenes transados, tanto de renta variable (acciones) como de renta fija (TES y bonos corporativos). No obstante, gracias a la oportuna actuación de la Superintendencia Financiera (SF), Fogafín y el Banco de la República (BR), poco a poco se fue restableciendo el acceso a la liquidez y el cierre de 2012 promete dejar un balance relativamente positivo en el desempeño del IGBC.

Dicho *impasse* ha servido para que las autoridades regulatorias (Ministerio de Hacienda, SF y la Bolsa de Valores de Colombia-BVC) y las de supervisión (AMV y SF) entren a revisar la legislación existente para evaluar donde ocurrieron: a) fallas relativas a “alertas tempranas”; b) fallas regulatorias (rendijas por las cuales se pudieron colar

prácticas no recomendables); y c) violaciones de las leyes y reglamentos (lo cual conduciría a las sanciones del caso, incluso penales, por temas de evasión tributaria y estafa).

Un efecto colateral de esta situación es que se ha entrado a estigmatizar las operaciones repo (a través de las cuales se otorga liquidez de corto plazo teniendo como garantía un título valor). Como veremos, estas operaciones repo son vitales para el funcionamiento tanto del mercado monetario como del mercado bursátil y se utilizan masivamente a nivel global y local. En este sentido, resulta pertinente entrar a detallar dónde existieron problemas y evitar que ello pudiera llegar a contaminar operaciones repo-sanas y fundamentales para el desarrollo económico y financiero.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el funcionamiento y características de las operaciones repo. También referenciaremos su evolución reciente en el mercado de valores colombiano. Por último, destacaremos algunas áreas donde cabe pensar en realizar afinamientos, a la luz de las discusiones recientes propiciadas por la quiebra de Interbolsa.

¿Qué es un repo?

Un repo es una operación del mercado monetario que sirve principalmente para satisfacer necesidades de liquidez (*cash driven*) utilizando títulos valores como garantía. Funciona a través de un acuerdo de recompra (*repurchase agreement*) suscrito entre dos partes: el “enajenante” y el “adquirente”. El primero es el que busca liquidez, mientras que el adquirente es el que la proporciona.

Dicho acuerdo consta de dos etapas u operaciones. La primera (operación inicial) consiste en que el enajenante, buscando liquidez, transfiere la propiedad de títulos valores al adquirente a cambio de efectivo (monto inicial). Simultáneamente, el adquirente se compromete a entregar títulos de la misma especie y características al enajenante por una suma de dinero (monto final) en una fecha previamente acordada (operación de regreso o recompra), ver cuadro 1.

La diferencia entre los repos y las operaciones simultáneas radica en

* Corresponde al *Enfoque* No. 68 del 19 de diciembre de 2012.

que en los primeros se puede acordar lo siguiente, mientras que en las segundas no: i) el monto inicial puede ser calculado con un descuento (*haircut*) sobre el precio de mercado de los títulos objeto de la operación; ii) durante la vigencia de la operación, se pueden sustituir los títulos inicialmente entregados por otros; iii) se pueden establecer restricciones a la movilidad de los títulos objeto de la operación, es decir, no habría libre disposición de los mismos; y iv) si durante la vigencia de la operación, los títulos objeto de la misma pagan amortizaciones, rendimientos o dividendos, el adquirente debe transferir dichos importes al enajenante.

Las disposiciones generales sobre los repos se encuentran establecidas en el Decreto 2555 de 2010. No obstante, los reglamentos de la BVC y de los sistemas de negociación son los que definen los plazos de estas operaciones (que tienen como límite máximo un año). Allí también se reglamenta lo referente al régimen de garantías (los llamados *haircuts* o descuentos) y los títulos objeto de estas operaciones. En particular, la BVC exige a los enajenantes la constitución de garantías especiales y la suscripción de cartas de compromiso por parte de quienes autorizan y realizan el repo. Asimismo, está definido que dichas operaciones se deben efectuar sobre

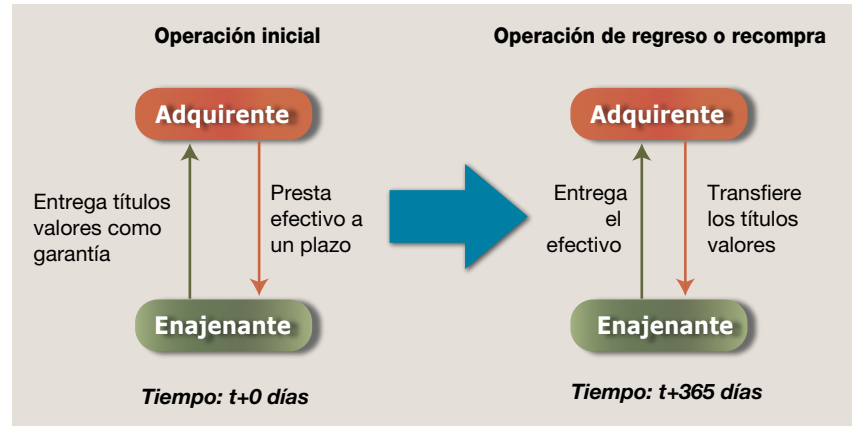
títulos de renta variable inscritos en la BVC. Sin embargo, títulos relativos a sociedades que se encuentren en las siguientes condiciones estarán inhabilitados para operar en repos: i) sociedades bajo toma de posesión, disolución o procesos de liquidación; ii) entidades bajo vigilancia especial; iii) solicitud o admisión en concordato; iv) entidades con incapacidad patrimonial que afecten los derechos contenidos en los títulos; y v) en proceso de cancelación de la inscripción en la BVC o en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Dicho de otra manera, el repo encierra un préstamo de dinero, cuya garantía viene dada por un título valor, sien-

do los más conocidos los repos con títulos públicos (TES), ante el banco central y para propósitos de liquidez del mercado monetario. También han ido ganando penetración a nivel global los repos con acciones, como un mecanismo válido para añadirle valor al mercado bursátil, pero donde resulta clave que se trate de un mercado transparente y con diversos actores en la fijación de un verdadero precio de mercado.

Evolución, beneficios y riesgos de los repos en acciones

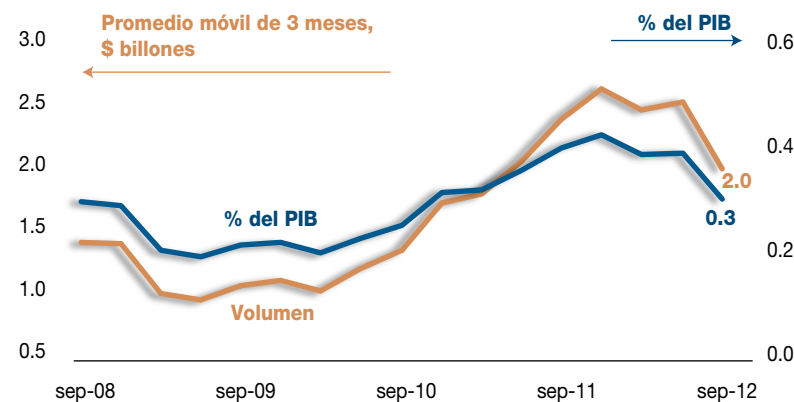
En los últimos cinco años, las operaciones de repos con acciones crecieron de forma más bien moderada en Colombia. Por ejemplo, el volumen negociado en repos sobre acciones a través de la BVC pasó de \$1.4 billones (un 0.3% del PIB) en septiembre de 2008 (promedio móvil trimestral) a \$2 billones (un 0.3% del PIB) en septiembre de 2012 (ver gráfico 1). De hecho, dicho volumen es más bien bajo, pues tan sólo representa el 1% del total transado en la BVC. Como explicábamos, dichos repos son operaciones de corto plazo que sirven para satisfacer necesidades de efectivo, utilizando activos finan-

Cuadro 1. Operaciones repo



Fuente: elaboración Anif.

Gráfico 1. Operaciones repo sobre acciones transadas en la BVC



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

“ El repo encierra un préstamo de dinero, cuya garantía viene dada por un título valor, siendo los más conocidos los repos con títulos públicos (TES), ante el banco central y para propósitos de liquidez del mercado monetario. ”

cieros como colaterales. Así, dichas operaciones fungen como un vehículo que canaliza los excesos y faltantes de liquidez al interior del mercado monetario y de valores. No obstante, a pesar de esos potenciales beneficios de las operaciones repo, cuando ocurren excesos de apalancamiento y/o falta de transparencia en la fijación de precios de los colaterales (acciones) pueden ocurrir graves problemas para las firmas y hasta contagio sistémico bursátil (aunque no a nivel de todo el sector financiero, dado el tamaño relativamente moderado del volumen transado de estas operaciones).

¿Cuáles son los principales riesgos que encierran las operaciones repo sobre acciones?

Aquí cabe destacar los siguientes riesgos:

Riesgo de liquidez: frente al posible incumplimiento de una operación, existe este riesgo de que los títulos utilizados como garantía no puedan ser vendidos fácilmente y/o al precio “esperado” de mercado. Con frecuencia ello ocurre en títulos que exhiben bajos volúmenes transados. Por ejemplo, los títulos que conforman el llamado índice de liquidez de la BVC (el COL20) difícilmente enfrentarían problemas de liquidez, pues, por definición, son los más transados.

Riesgo de crédito: se relaciona con la capacidad patrimonial que tienen las partes a la hora de responder por sus respectivas obligaciones. Usualmente este riesgo aparece acotado a través de los requerimientos de solvencia, pero es evidente que el nuevo marco regulatorio global

de Basilea-III ha demostrado que todavía existe espacio para depurar la calidad de dichos patrimonios.

Riesgo de mercado: se refiere a la variación que puede tener el precio de los títulos utilizados como garantía por efecto de las fluctuaciones del mercado. Lo anterior puede generar desvalorizaciones importantes en los títulos durante el plazo de la operación y dificultar su cumplimiento, tal como actualmente se discute en los casos de las acciones de Fabricato e Interbolsa, a raíz de los sucesos antes comentados. Para evitar que este riesgo se extienda a otras especies, es fundamental que una vez se realicen las evaluaciones patrimoniales de las firmas afectadas por dichos repos, se retome rápidamente el mecanismo de mercado en la fijación de sus respectivos precios.

Conclusiones

Hemos visto que las operaciones repo son vitales para el funcionamiento tanto del mercado monetario como del mercado bursátil, y ellas se utilizan masivamente a nivel global y local. Un efecto colateral que debe evitarse, a raíz de los recientes *impasses* bursátiles en Colombia, es entrar a estigmatizar las operaciones repo. En Colombia, las operaciones repo sobre acciones han estado relativamente estables, representando cerca del 0.3% del PIB durante 2008-2012, luego difícilmente puede argumentarse que allí hubo un desborde generalizado. De hecho, dicho volumen tan sólo llega a representar cerca del 1% del valor transado en la BVC.

Lo que ocurrió con Interbolsa fue entonces un caso particular de malos manejos (aunque de dimensiones

importantes, pues representaba, en promedio ponderado, un 18% del mercado de valores local). Sin embargo, ello amerita revisar el papel ejercido por las autoridades regulatorias (Ministerio de Hacienda, SF y la BVC) y las de supervisión (AMV y SF). El Ministerio de Hacienda ha señalado que durante el primer semestre de 2013 deberá revisarse la legislación existente para evaluar donde ocurrieron: a) fallas relativas a “alertas tempranas”; b) fallas regulatorias (rendijas por las cuales se pudieron colar prácticas no recomendables); y c) violaciones de las leyes y reglamentos, lo cual conduciría a las sanciones del caso.

A este respecto vale la pena revisar lo aprobado por la *Ley Dodd-Frank* en Estados Unidos a finales de 2010, donde se busca evitar sobreapalancamientos financieros, tanto en el sector bancario como en los mercados de derivados. Por ejemplo, dicha Ley estableció que transacciones altamente especulativas (como las de derivados OTC) se deberán transar a través de cámaras centrales de compensación. Adicionalmente, se reglamentará la llamada cláusula Volcker, la cual evitará involucrar dineros de terceros en operaciones especulativas como los derivados.

En este sentido, Colombia haría bien en repensar el marco regulatorio referido al balance que debe existir entre garantías bilaterales (en operaciones repo) frente a garantías a través de las cámaras de compensación (*clearing houses*). También es indispensable un estricto cumplimiento en lo relativo a los contratos a través de los cuales se dan autorizaciones para operaciones repo, donde existe una zona gris entre las competencias de supervisión del AMV y de la SF, lo cual pronto deberá despejarse. 



Fotos: Tatiana Herrera - Anif

Entrevista a Juan Pablo Córdoba

Presidente de la
Bolsa de Valores de Colombia

Bienvenido a Carta financiera Dr. Córdoba. El MILA fue durante varios años un proyecto que pretendía, a través de la integración, impulsar los mercados de capitales, particularmente el de Colombia. Sin embargo, con el pasar de los meses se dieron varios obstáculos, como la fusión con Perú y la desaceleración económica de América Latina. ¿Se ha quedado el MILA a mitad de camino respecto de las expectativas creadas? ¿Cuál es el futuro que le avizora al mercado integrado?

JUAN PABLO CÓRDOBA: La visión mía personal es muy distinta, y quizás el tema ha sido más de nivelación de expectativas. Nosotros siempre hemos tenido claro que promover una integración financiera no es

algo que se logra en el corto plazo, es un tema que se va ir madurando en el tiempo y que posiblemente tome cinco o diez años. Por eso, para nada creemos que el MILA no ha cumplido sus expectativas, al contrario, las ha cumplido muy favorablemente en varios aspectos. En primer lugar, el apoyo de los reguladores, que en los tres países apoyaron la iniciativa y acompañaron los cambios normativos que había que hacer en cada país, de tal manera que a través de MILA le demostramos a los países, a la región y al mundo entero que la integración financiera en América Latina sí es viable, con un proyecto muy puntual con un mercado muy específico y unas cosas muy específicas, pero que es un paso en esa dirección hacia la integración financiera. En eso nos sentimos muy complacidos y los supervisores y regu-

ladores han acompañado y continúan acompañando la iniciativa.

En segundo lugar, aparece el tema de que para promover el intercambio financiero entre los diferentes países no basta con que las Bolsas se integren, sino que lo que tiene que haber es un flujo de negocios reales entre los intermediarios y los clientes y, de nuevo, pues eso tarda tiempo. Pero tenemos hechos muy significativos como la entrada de BTG Pactual a los tres mercados, precisamente visualizando una estrategia hacia la región MILA. Ese banco de inversión, que no estaba presente en ninguno de los tres mercados, está tomando una decisión que dice que le cree a esta iniciativa, le cree a este mercado de manera integral, y por eso está poniendo dinero y construyendo una estrategia regional. También aparece el Banco de Crédito del Perú, que compró Correval aquí, y compró una firma en Chile y está en su proceso de reestructuración, está en su proceso de ordenamiento de esa estrategia regional. Pero lo que nos está diciendo es que acompaña la iniciativa, le cree y le apuesta a esto que es el MILA. También aparece Larrain Vial presente en Chile y en Perú y ahora presente en Colombia abriendo una nueva firma. Además, sé que tenemos por lo menos tres intermediarios que se están alineando en la dirección de MILA.

Asimismo, lo estamos viendo también desde el punto de vista de los emisores. Los emisores colombianos han salido a hacer emisiones y quieren atraer inversionistas extranjeros, ahora van a darse a conocer a Perú y a Chile, cosa que no hacían hace dos o tres años, con lo cual es un proceso que va en marcha, pero que tarda tiempo. Esto porque al final del día para yo animarme a invertir en una empresa chilena o peruana, pues tengo que sentirme cómodo y mi intermediario, a quien le pido consejo, tiene que conocer bien esa empresa, tiene que hacer análisis. Así, que ¿este es un

proceso de maduración que a nuestro juicio va bien y que siempre hemos sabido que toma tiempo.

Entiendo las críticas ante la expectativa de que esto fuera a transformar el mercado de la noche a la mañana, pero honestamente esa nunca ha sido la intención. Recuerde que los procesos de integración son largos, fíjese que Europa lleva 50 o 60 años, son procesos que requieren tiempo para madurar, pero vamos bastante bien en lo fundamental.

C.F.: Dada la turbulencia internacional y el daño en materia de credibilidad bursátil que ha generado la quiebra de Interbolsa, ¿cómo ve usted la perspectiva de que México y Centroamérica lleguen a unirse al MILA, como se contemplaba un año atrás?

J.P.C.: Estamos trabajando muy seriamente con México. La meta este año es que México haga parte del MILA. Ellos tienen que hacer unos cambios legales para poder acomodarse al modelo de operación de MILA, estamos trabajando con ellos en esto.

Pero recordemos que estos son temas estructurales. Temas a 10, 15 o 20 años para cambiar la estructura del mercado financiero. Luego esto no se puede ver alterado por un tema de coyuntura. Es un tema de convicción, de conveniencia para los mercados y para nuestros países, el que haya una mayor integración financiera en la región. Esto, dado que ninguno de los países individualmente tiene la escala suficiente para ser atractivo globalmente, lo tenemos que hacer de la mano y eso no se afecta por la coyuntura.

C.F.: El gobierno y también la BVC han estado hablando de ajustes regulatorios para recuperar la confianza bursátil en Colombia, ¿Qué actuaciones considera usted que les corresponden a la Superfinanciera,

a la AMV, a la BVC y al Ministerio de Hacienda para restaurar dicha confianza-bursátil?

J.P.C.: Creo que afortunadamente Colombia cuenta con instituciones muy sólidas que ante una situación como ésta pudieron reaccionar de manera rápida y contundente y de alguna forma aislar el problema de Interbolsa del mercado completo. Así, nos podemos dar por muy bien servidos en el sentido de que una situación que pudo haberse convertido en un riesgo sistémico realmente fue un tema puntual de Interbolsa y el mercado ha continuado funcionando con normalidad.

“ Entiendo las críticas ante la expectativa de que el MILA fuera a transformar el mercado de la noche a la mañana, pero honestamente esa nunca ha sido la intención. ”

Claro que no podemos decir que aquí no pasó nada, un intermediario que era muy importante para el mercado, que tenía vínculos prácticamente con todo el mercado financiero colombiano, tuvo esta situación que puso en dificultad en particular a sus clientes. Pero en este tipo de circunstancias los aprendizajes van en todos los frentes. Por ejemplo, hay llamados a revisar la regulación en algunos tipos de operaciones, en temas de riesgos y en eso están trabajando el Gobierno Nacional y la Bolsa. La BVC ya hizo algunos ajustes a sus normas internas de los repos, pero hay otras que corresponden al Gobierno Nacional y que están tra-

bajando en ella, claro siempre dentro del mejor ánimo de coordinación y de colaboración. Ahora, también hay temas de supervisión y de normatividad donde tenemos cosas por mejorar. En la parte de supervisión con seguridad habrá cosas que podamos mejorar y siempre construyendo confianza, el principal activo de este mercado. La confianza es lo que debe fortalecerse. Ahora, yo no creo que haya faltado coordinación para evitar este problema. Creo que los principales responsables de lo que sucedió son los administradores de Interbolsa. Claramente cuando hay una intención de defraudar o cuando hay posible manipulación o cuando hay acto deliberado de los administradores que violan las normas o que cumplen las normas en la forma pero no en el fondo, de alguna manera eso es muy difícil de detectar por parte de las autoridades. Ellos son responsables de las decisiones que tomaron y el daño y perjuicio que les generaron a los clientes, ese es un tema bien importante para resaltar.

El caso específico de Interbolsa pone de presente la complejidad de esa labor de supervisión precisamente porque ellos, al utilizar diferentes vehículos, podían hacer transacciones entre ellos sin que alguien tuviera la posibilidad de ver la película completa. Salvo que uno supiera, como ya sabe hoy con más información, cuáles eran los móviles que había detrás, era muy difícil detectar algunas de las cosas que sucedían. Por ejemplo, en el caso de Interbolsa, la BVC solamente veía las operaciones bursátiles, pero aquí había operaciones que involucraban el famoso fondo Premium fuera del país, operaciones que involucraban la SAI y hasta la *holding* de Interbolsa. La Superfinanciera podía haber visto lo que hacía la SAI y la comisionista, pero no el fondo Premium ni lo que hacía la *holding*. Así que hay cosas por mejorar. Pero uno de los temas que surge es qué tan amplio puede

ser el alcance de la Superfinanciera para vigilar todas las ramificaciones de una entidad que tiene la propiedad de ser intermediaria y financiera. Este es un tema importante, pero complejo para avanzar.

Ahora, en el tema de los acuerdos de corresponsalia, la gran mayoría son entidades legítimas, fondos profesionales y de administración, pero desafortunadamente por esa puerta se entró en un tipo de conductas que terminaron defraudando a un número importante de clientes. Son reflexiones muy de fondo y es fácil detectar que falló algo, pero corregirlo también tiene sus retos.

Hay otros temas importantes que yo creo deben trabajarse hacia adelante: el tema de la protección legal y la protección en general a los supervisores es un tema importante que el país no ha querido abordar. Si yo como individuo en el rol de supervisor estoy en riesgo por cualquier decisión que tomo, pues voy a estar menos animado a tomarlas o tengo que hacer tantas investigaciones y tengo que probar tantas cosas que me voy a demorar tres o cuatro años en poder construir el caso, luego no puedo actuar oportunamente. Si hubiera una mejor protección del supervisor quizás esa supervisión podría ser más efectiva. Pero ese es un debate que hay que dar que también es un debate difícil, es un tema que ha estado en la agenda por lo menos diez años y no ha habido ambiente en el país para ese tipo de pasos.

C.F.: Si bien se ha hecho evidente que este quiebre en la confianza-bursátil no representó riesgos de carácter sistémico para el conjunto del sector financiero de Colombia ¿qué puede comentar usted sobre las alarmas que debieron haber prendido el FMI-Banco Mundial en su reciente análisis del mercado financiero colombiano, a través del llamado FSAP? ¿Acaso alertaban ellos sobre debilidades en el marco regulatorio

o de supervisión y las autoridades y la BVC tardaron en actuar?

J.P.C.: No, al contrario. Lo primero que el FSAP resalta es que Colombia cuenta con unas instituciones adecuadas e idóneas para este tipo de situaciones y, de hecho, la intervención que se hizo de la mano de la Superintendencia y la AMV, la misma Bolsa y Deceval, logró preservar las inversiones del público. Se tomaron unas decisiones muy rápidas y contundentes que mantuvieron la confianza y, sobre todo, el normal funcionamiento del mercado. Así, lo primero es partir de ese punto, que el FSAP de alguna manera valida.

Colombia tiene un sistema financiero sólido, tiene una estructura regulatoria adecuada, tiene una estructura de supervisión completa, aunque siempre habrá oportunidades de mejora sin duda, pero digamos que los fundamentos que tenemos en Colombia son bastantes buenos y el FSAP lo valida. Obviamente hay una serie de recomendaciones para buscar algunas cosas, pero en general la evaluación es bastante positiva.

C.F.: ¿Cuál es el balance que hace usted del menú ampliado de nuevos instrumentos financieros que ha venido generando la BVC, como el ICOLCAP, el MGC o el mercado de derivados?

J.P.C.: Creo que es muy positivo. Aquí hay que entender dos coyunturas. Colombia viene en un proceso de transición de niveles de tasas de inflación y de tasas de interés. Cuando las tasas de interés vienen a la baja, es muy fácil que el mercado tenga dinámica y que la gente gane dinero con ese proceso. Pero hacia el futuro, miremos el escenario con una inflación ya baja y estable y unas tasas de interés en otro nivel, pues el escenario para el mercado de capitales es otro. Allí, la manera de generar valor a los clientes y a los mismos intermediarios cambia,

y cambia la manera en que se tienen que hacer las cosas. En ese orden de ideas, creemos que ese desarrollo de los nuevos productos es lo que va a permitir que el mercado crezca en esta nueva etapa. El crecimiento que se vio es bienvenido y es bueno y nos dio muy buen soporte, pero no va ser la misma fuente de crecimiento hacia el futuro. Tenemos que desarrollar otras cosas que llevan tiempo. Hay que cambiar la manera de hacer las cosas, cambiar la manera de ver el mundo y éstos son temas complejos. La experiencia del COLCAP, yo creo que es una experiencia espectacular para el mercado colombiano. Pero ha sido un proceso de cinco años de aprendizaje. El índice se lanzó hace cinco años y tardó un par de años en posicionarse en el sentido de que los administradores de portafolio encontraran y entendieran sus bondades, que lo empezaran a utilizar como referencia para sus portafolios. Por encima de esto se creó el ETF sobre COLCAP (el llamado ICOLCAP) y se ha enseñado cómo es una administración profesional de un fondo bursátil, con muchísimo éxito. Hoy en día tiene más de \$2 billones de activos bajo administración y



“ Colombia viene en un proceso de transición de niveles de tasas de inflación y de tasas de interés. Cuando las tasas de interés vienen a la baja, es muy fácil que la gente gane dinero con ese proceso, pero creemos que el desarrollo de los nuevos productos es lo que va permitir que el mercado crezca en esta nueva etapa. ”

es uno de los activos más líquidos en el mercado colombiano, y este proceso de aprendizaje ha sido muy importante. Hoy en día vemos cómo las empresas también están empezando a valorar que si yo estoy en el índice mi liquidez mejora. Son todos temas de libro de texto, y que se sabían, pero hasta que la gente no lo vive, no lo aprende, no entiende la magnitud del cambio que se ha dado.

Ahora eso hay que combinarlo con el tema de los futuros. El tema de los futuros requiere también del tema de las ventas en corto, de la transferencia temporal de valores. Hay que recorrer el camino con el mercado temporal de valores. Hacia adelante también vemos el tema de los índices de renta fija que se lanzaron hace un año. La idea es construir nuevas referencias sobre los portafolios de renta fija, que

los administradores de portafolio se indexen a este tipo de instrumentos, que se empiece a generar liquidez sobre esos índices, que se creen fondos y carteras especializadas en seguir esos índices, y de nuevo, el mercado futuro recogerá después un poco esas cosas. Pero son cosas que toman tiempo, el proceso de desarrollo es espectacular en cuanto a que hay un aprendizaje y un recorrido muy importante. Hoy

tenemos casi la totalidad de las piezas del rompecabezas ya sobre la mesa y es un tema de unirlos, pero hace cinco años no teníamos las piezas sobre la mesa.

Por ejemplo, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte es una pieza clave para el funcionamiento del mercado, pero es nueva. Una vez la lanzamos, el mercado todavía no sabía realmente cuál era la utilidad. Después de cuatro años de recorrido ya sabemos perfectamente, ya los intermediarios empiezan a valorar la utilidad del instrumento y ahora estamos viendo cómo hacemos para hacer más operaciones a través de la Cámara. Así, son todos procesos que toman tiempo, son procesos no solamente de educación y de conocimiento, sino de adecuación operativa y estratégica sobre las mismas organizaciones, pero la senda en la que vamos es una senda muy positiva y, sobre todo, que haciendo las cosas bien en los cimientos vamos a tener unas bases muy sólidas de crecimiento hacia adelante. Va a tomar tiempo, pero aquí estamos trabajando.

Por el lado del mercado global, éste sufrió un problema regulatorio desde el origen y es que había un descalce entre la utilidad del mercado global y el tipo de inversionistas que podían acceder a él. Tuvimos ese pecado original desde el principio. Ya eso se corrigió, pero nos acompañó desafortunadamente la turbulencia de fin de año e Interbolsa era uno de los principales patrocinadores del mercado global. Ahora, ese es un producto que no es necesariamente para todo el mundo, tampoco creo que se dé la gran explosión de utilización de ese instrumento, pero sí abre la puerta y el acceso a unos activos financieros a los cuales, de otra manera, muchos inversionistas del país no tendrían acceso. Es una alternativa más, pero la expectativa de la Bolsa no es que a través del mercado global se van transar cientos

de millones de pesos al año, pero es una alternativa más que creemos útil, que creemos importante para personas que quieren acceder a un portafolio diversificado internacionalmente. Si soy un inversionista que tengo US\$1 millón o US\$500.000, puedo diversificar internacionalmente a través de los nuevos productos que ha instrumentado la Bolsa: a través de MILA puede diversificar regionalmente y a través del mercado global puede hacerlo globalmente, ahí hay unas herramientas disponibles.

“Uno de los comentarios agresivos que uno recibe es “bueno, pero eso es para las grandes empresas y no para las pequeñas”, pero eso no es cierto, la manera como se fija el costo del financiamiento y la estructura de capital en el mercado de capitales si les llega a las empresas pequeñas.”

C.F.: Ahora, hablando de un horizonte de mediano plazo, Colombia parece haber resistido de forma aceptable la prolongada crisis internacional (2007-2013), pero ésta parece ser la misma Colombia de siempre: con lánguidos crecimientos del 4%-4.5% anual, con guerrilla, sin infraestructura, con corrupción en sectores neurálgicos, como la justicia y el Congreso. ¿Cuál es el plan de mediano plazo que tiene en mente la BVC para ayudar a graduar a Colombia como una economía verdaderamente emergente, como China o India, que verdaderamente profundice el mercado de capitales?

¿Le preocupa que el sector financiero luzca que va por delante del sector real y, como bien sabemos en economía, eso no es sostenible?

J.P.C.: Aquí hay varios temas. Desde el punto de vista macroeconómico, Colombia ha tenido un desempeño bastante bueno y, de hecho, gracias a esto estamos viviendo un muy buen momento de inversión, crecimiento económico, consumo etc. Esto ha generado las condiciones propicias para el desarrollo del mercado financiero y el mercado de capitales en los últimos años. El gran reto es cómo hacemos para que Colombia crezca de manera sostenida por encima del 5%. Creo que allí los retos son más micro y más estructurales y sobre eso la agenda nacional tiene que trabajar. En lo que compete al mercado de capitales, lo que nosotros hemos venido proponiendo hacer, lo que hemos querido hacer, lo que hemos estado promoviendo es que el costo de capital para las empresas colombianas se reduzca de manera sostenible en el tiempo, porque la convicción es que el país es competitivo a través de sus empresas. El gobierno no es el que hace la competitividad, son las empresas y los productores nacionales. Si las empresas no son competitivas, pues el país jamás será competitivo. Tenemos que enfocar el debate es en la competitividad de las empresas, y una de las piezas fundamentales de la competitividad de las empresas para nosotros es el costo del capital. En la medida en que las empresas afrontan un costo de capital superior al de empresas de otros países, pues difícilmente van a competir. Por ejemplo, en adquisiciones, para aumentar su escala y aumentar su eficiencia con empresas de otros países, debe trabajarse en reducir el costo de capital y hacerlo más cercano al de otros países. El mercado de capitales colombiano en los últimos tres años ha financiado más de \$60 billones para el sector

productivo colombiano. Eso es un monto de dinero muy importante y lo está haciendo en unas condiciones extraordinarias. Lo estamos viendo en el mes de febrero de 2013, la financiación de las empresas colombianas en montos de \$500.000-700.000 millones en emisiones a plazos de 10, 15 y 18 años a tasas de interés por debajo del 6%. Así, realmente el mercado de capitales está abierto para empresas colombianas que tienen planes de inversión ambiciosos y están entregando activos, recursos de financiación a largo plazo a tasas muy interesantes. Lo mismo sucede por el lado del capital, tenemos 13 emisiones de acciones con unas valoraciones que son muy competitivas a nivel internacional, con las cuales las empresas han tenido acceso a capital. De eso es lo que se trata, nosotros seguimos en esa agenda, de nuevo es una agenda de largo plazo, pero si se compara hace cinco años y se compara hoy, lo que está haciendo el mercado de capitales es una transformación muy fundamental de la manera como se financia el sector privado colombiano.

Uno de los comentarios agresivos que uno recibe es “bueno, pero eso es para las grandes empresas y no para las pequeñas”, pero eso no es cierto, porque si bien las pequeñas pueden no acceder directamente al mercado de capitales, la manera como se fija el costo del financiamiento y la estructura de capital en el mercado de capitales si les llega a las empresas pequeñas a través de otro mecanismo de financiación, porque ya las tasas de referencia se han unificado. Esto se ve hoy, por ejemplo, en un país como Colombia con tasas de los TES a 10, 12 y 15 años alrededor del 4.5%-5%, eso es espectacular, no tiene precedente en la historia del país. Es realmente muy positivo, porque la baja del costo de capital genera capacidad de inversión, genera competitividad para la economía colombiana y genera inclusive capacidad de consumo para los hogares colombianos.

En esta misma línea de reducción del costo de capital, pensemos qué va a pasar en Colombia cuando las tasas de las hipotecas lleguen al 8%, para allá vamos. Este 8% de tasa de financiación de hipotecas y no 13%-14% genera una demanda por vivienda que permite una dinámica muy importante para la actividad económica, pero también una capacidad de generar ahorro y patrimonio para los hogares colombianos. Aquí estamos en medio de una transformación fundamental que quizás el país entero no ha reconocido todavía. Yo soy muy optimista, yo veo que en cinco o diez años, dadas las condiciones en que el sector real se está financiando, se va a cambiar el país de manera importante. Esto sí afecta al colombiano de a pie, éste no es un tema sólo para grandes empresas. El colombiano de a pie, a través de las tasas de interés de las hipotecas, por ejemplo, se va a ver beneficiado de lo que está sucediendo en el mercado de capitales. A todos nos debería importar y todos deberíamos proteger este mercado de capitales porque a través de esto, todos los hogares colombianos se benefician.

Ahora, hablando de las metas y retos de mediano plazo, pues hay varios frentes. Uno es que el mercado de capitales, y es un sueño, sea relevante para el país. Creemos que ya lo empieza a ser, pero quizás no es reconocido. Tenemos que ser relevantes para todas las empresas y relevantes para todos los colombianos, para las empresas es a través del costo del capital y las oportunidades de financiación, para los consumidores desde el punto de vista de las tasas de interés, porque al final del día afectan la forma como se pueden endeudar y adquirir activos de largo plazo o también a través de los productos en que pueden invertir. Aquí, por ejemplo, ya estamos viendo que no es una estrategia buena de ahorro para las personas mantener sólo CDTs y cuentas de ahorro, porque en la medida en que bajan las tasas, no

se está generando un buen retorno. Tenemos que sofisticar la oferta de productos, de ahí viene la necesidad de diversificar esa oferta de productos, y en eso estamos trabajando. El objetivo es que las personas, a través obviamente de administradores profesionales, puedan tener acceso a muchos productos financieros que hoy en día no tienen. Pero esa es una tarea lenta, porque tenemos que educar a las personas, tenemos que ayudar a que los intermediarios construyan los instrumentos, que los puedan vender, que los puedan distribuir.

Por ejemplo, uno podría hacer un fondo para distribuirle al público e inversionistas en general que funcione así: dado que las tasas de interés son muy bajas, los retornos sobre las inversiones son muy bajas, entonces yo podría vender un fondo que tiene riesgo de renta variable, pero protección del capital. Yo diría, si los instrumentos de renta variable se valorizan, entonces yo me gano una parte grande de ese retorno, pero si se llega a desvalorizar, yo estoy protegido a través de derivados y otros mecanismos, así queda protegido mi capital. Ese tipo de cosas existen en otros mercados y no existen en Colombia. Eso podría animar a las personas a diversificar sus ahorros e invertir acá. El mundo de las posibilidades es enorme.

Estamos trabajando en eso, pero tenemos que ir paso a paso, los cimientos de este proceso tienen que ser muy sólidos para que el esfuerzo que estamos haciendo sea sostenible, pero vamos en la dirección adecuada. Ahora, las expectativas hay que adecuarlas a la realidad y eso son procesos que toman tiempo y maduración, pero si vemos, en los últimos diez años el desarrollo ha sido extraordinario. Estamos en un punto de inflexión en los próximos dos o tres años que ayudará a que demos un salto muy importante, pero necesitamos consolidar este esfuerzo.

C.F.: ¿Qué ha pasado con el Conpes de Mercado de Capitales que se planteó desde los inicios de la Administración Santos? ¿En qué va el proceso de fusión de la BVC y Deceval que se anunció en 2012?

J.P.C.: Sé que están trabajando en el Conpes, han contratado una persona en el Ministerio de Hacienda. Se están recogiendo opiniones de diferentes actores del mercado y supongo que este año va a salir.

Ahora, en lo de Deceval, nosotros hicimos un estudio técnico hace varios años, donde se destacó que los mercados que son relativamente pequeños y poco líquidos tienen un reto importante y es el de generar eficiencia y una de las

maneras de hacerlo es precisamente haciendo que la infraestructura del mercado funcione lo más eficiente posible. En Colombia tenemos muchas plataformas de negociación, muchas plataformas para la compensación y liquidación de los valores en los diferentes mercados. En mercados muy maduros uno puede tener una multiplicidad de infraestructuras, pero en mercados pequeños, eso puede generar sobrecostos. Colombia debe estar haciendo unas 10.000-12.000 operaciones al día, mientras que otros mercados de la región, como México, pueden estar haciendo 100.000 operaciones al día y mercados como Brasil 300.000 operaciones al día. Así, en orden de magnitud, nosotros

estamos muy pequeños y tenemos una compleja infraestructura.

Por eso, en este estudio técnico, hecho por un consultor internacional, se nos hacen una serie de recomendaciones de lo que le convendría al país para precisamente ayudar y apoyar ese proceso de generar eficiencia en el mercado, reducir costos operativos, reducir procesos en toda la industria. Por eso veíamos con buenos ojos la fusión de la BVC con Deceval. Íbamos avanzando bastante bien hasta el mes de noviembre de 2012, pero dados los hechos del mercado que han sido para todos evidentes, y nuestra concentración en solucionarlos, se estancó el proceso. Esperamos retomar esas conversaciones lo más rápido posible. 

A nivel personal

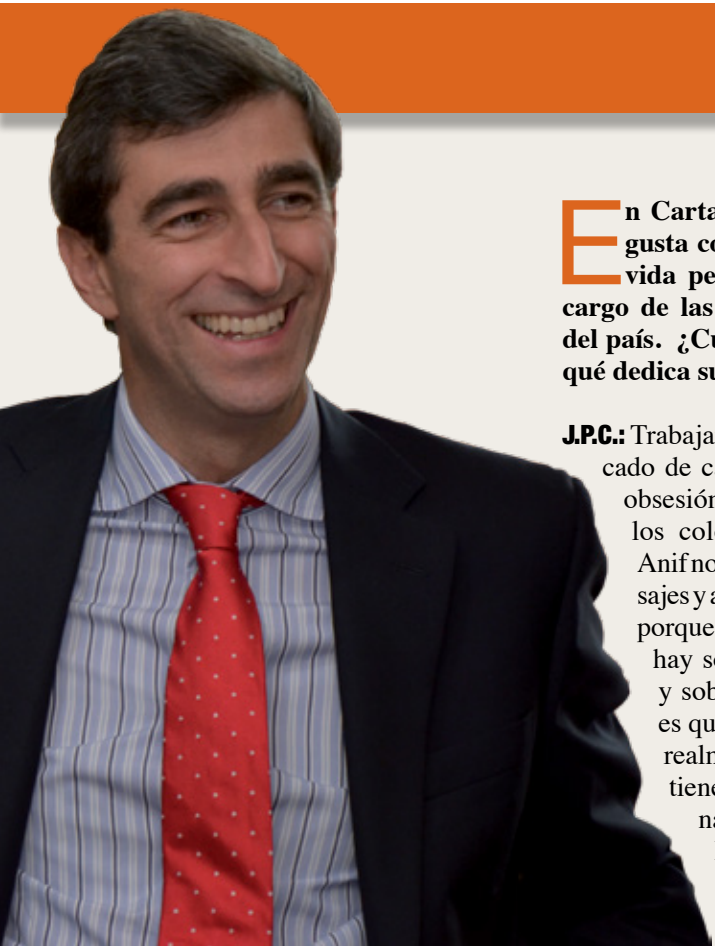
En Carta Financiera también nos gusta conocer un poco más de la vida personal de las personas a cargo de las principales instituciones del país. ¿Cuáles son sus hobbies? ¿A qué dedica su tiempo libre?

J.P.C.: Trabajamos y vivimos para el mercado de capitales, aquí tenemos una obsesión porque esto le sirva a todos los colombianos. Buscamos que Anif nos ayude a mandar estos mensajes y acompañarnos en el mensaje, porque a veces la percepción que hay sobre el mercado financiero y sobre el mercado de capitales es que esto es para unos pocos y realmente el impacto que esto tiene sobre toda la economía nacional es enorme.

Por eso ofrecer los productos a los que tienen acceso los

inversionistas profesionales a las personas comunes y corrientes es un rol, es una tarea, muy importante y muy significativa. Seguir el ejemplo de la operación de Ecopetrol es una manera, una oportunidad para todos los colombianos de participar de la construcción de riqueza de las empresas colombianas. Que mejor que ir de la mano de las empresas que están creciendo, desarrollando y generando riqueza y valor. Eso es algo real y es algo que se puede hacer solamente a través del mercado de capitales y donde todos los colombianos puedan participar. Nos dedicamos a promover a Colombia y a obsesionarnos por el mercado de capitales.

C.F.: Dr. Córdoba, muchas gracias por recibirnos.



El por qué del fracaso de las naciones*

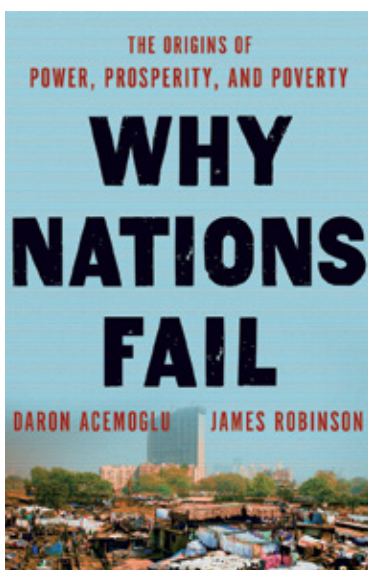
Libro escrito por Daron Acemoglu y James Robinson

Comentado por: Sergio Clavijo

Imagínese un libro con el ambicioso título de “*El Origen*” del fracaso de las naciones. De entrada, ello nos haría esperar algo así como el equivalente a la magna obra de Darwin sobre el *Origen de las especies* (1859), ahora cumpliéndose un centenario de su nacimiento; ver Darwin (1887). También podría uno esperar encontrarse con la última llave (¿las instituciones?) que nos permitiera entender cómo la ambición personal se convierte en la virtud colectiva del desarrollo capitalista, al mejor estilo de Adam Smith con su *Riqueza de las naciones* (1776). Por último, se me vino a la mente, con semejante título, la magna obra de Karl Marx, *El Capital* (1867), referente al papel de la acumulación del capital y los “modos de producción”; por cierto, obra ésta que ni siquiera mereció una mención (¿la conocerán?) por parte de Acemoglu y Robinson (A-R, de aquí en adelante).

Ahora imagínese que dicho libro es promocionado explícitamente (contraportadas) por 18 “lumbreras” del mundo académico, incluyendo allí a seis premios Nobel de Economía y respetados antropólogos, historiadores y científicos políticos. Y, sin embargo, ninguno de esos académicos menciona deficiencia alguna en los postulados de A-R (algo que rara vez ocurre en el mundo académico). Por el contrario, la mayoría de ellos da a entender que nuestros bisnietos tendrán como referencia (¿obligada?) esta obra de A-R, tal como hoy ocurre con las centenarias obras de Smith, Darwin o Marx (especialmente esta última, cuando no se le estigmatiza por sus connotaciones políticas).

¿Suena acaso toda esta fanfarria sobre la obra de A-R algo exagerada? O ¿será que nosotros no hemos entendido aún



la dimensión de quienes podrían ser próximos premios Nobel de historia económica (A-R), al lado de North y Fogel (galardonados en 1993)?

De entrada, debemos decir que nos sentimos algo intimidados a la hora de escribir estas críticas a la obra de A-R, pues dichos elogios también han permeado nuestro mundo local. Aquí en Colombia sólo he escuchado “alabanzas” al enfoque visionario y, aparentemente, revelador de A-R, zanjando (¿de una vez por todas?) el prolongado debate entre si la explicación “última” del desarrollo de las naciones debe atribuírsele a las “instituciones” (¿qué son y cómo se construyen?) vs. el papel de “la geografía”, la religión o las diferentes culturas.

Lo primero, en todo caso, es unirnos (moderadamente) a esas voces de elogio sobre la importancia de analizar la historia (una vez más) para sacar lecciones sobre aciertos y errores en la construcción de sociedades democráticas incluyentes (sostenibles). ¿Quién podría negar la relevancia del tema y, de entrada, la validez de dicha conclusión *ex ante*? Pero, claramente, el tema no es nuevo, ni en su conclusión y, me atreveré a decirlo, ni en su metodología: análisis de puntos-de-giro históricos, que determinan éxitos o fracasos.

Para A-R, las sociedades perdurables son aquellas que logran construir “instituciones” amigables a la iniciativa privada bajo reglas sociales incluyentes y las que fracasan

* Daron Acemoglu and James Robinson (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty* (CrownBusiness, New York).

(¿después de cuantas décadas o siglos?), pues son aquellas que son excluyentes o “extractivas”. ¿Pero excluyentes con respecto a qué?

Hoy en día diríamos que fracasan las sociedades excluyentes respecto a la clase media, pero es obvio que éste es un concepto propio del capitalismo y ese claramente no puede ser el patrón que se aplique a la hora de hablar de sostenibilidad del imperio maya o romano (señalados, sin ningún rubor, como “fracasos” por A-R; ver pág. 148 y 170ss). Aquí aparece entonces buena parte del centro de la polémica sobre lo que implicaría “*institutions-rule*”: ¿Cómo definir dichas instituciones de forma unívoca, en medio de sociedades tan disímiles como las que abarcan A-R? Los autores, para mi gusto académico, realizan un trabajo bastante convincente sobre dicho postulado a favor de las instituciones incluyentes *modernas*, como elemento clave de sostenibilidad socioeconómica, en lo referente al mundo capitalista y global del siglo XIX en adelante. Sin embargo, este argumento me resulta bastante forzado de estas fechas para atrás.

Ahora bien, ya que definir esas instituciones en mundos milenarios (la China del 1300 o la China actual) les resultaba tarea imposible, A-R optaron por crear una puerta de excepción a sus postulados e ingeniar el concepto de “coyunturas críticas”. Allí procedieron a encajonar toda una serie de sucesos históricos que se apartaban claramente de dichas instituciones-incluyentes, siendo uno de los casos más llamativos el de la Francia del siglo XVII (págs.106ss). En efecto, Francia estuvo al borde de continuar siendo un fortín feudal, pero gracias a esa “coyuntura crítica” se “salvó” y resultó siendo la cuna libertaria de la Revolución Francesa (1789), la cual casi 50 años después seguía debatiéndose entre las monarquías excluyentes y el esquivo camino del “imperio de la Ley”.

Lo malo es que el lector queda con el sinsabor de que las excepciones podrían ser la regla y, por lo tanto, cabe concluir que las “instituciones no siempre mandan”, pues como los propios autores lo mencionan... “las instituciones-inclusivas, aunque tienen retroalimentaciones positivas, también pueden revertirse y conformarse en extractivas y las razones para ello son, nuevamente, contingentes” (nuestra traducción libre, pág.113). Dicho de otra manera, esas contingencias se disparan con bastante frecuencia y resultan comunes los arreglos sociales de corte “extractivo”, casi como “la regla” que gobierna el mundo emergente. En este contexto, concluir, como lo hacen A-R, que los dirigentes del mundo emergente se equivocan “adrede”, para perpetuar el *statu quo*, resulta algo simplista (*The Economist*, 2012a).

Nos vienen a la mente numerosos casos donde, en ausencia de instituciones inclusivas, se han dado crecimientos económicos relativamente sostenidos, como el de Chile (1975-1988), después reforzado con la democracia, o hasta sin ella, o los casos de Singapur, Corea del Sur, Indonesia, Malasia o China (pos 1979). Obviamente, siempre se podrá aludir que todos ellos son “sostenibles” porque buscaron las “instituciones inclusivas”, pero muchos no lo han logrado y, sin embargo, crecen de forma acelerada y “acceptable” para los estándares, por ejemplo, de la atargada América Latina. Este punto ha sido bien resaltado por alumnos aventajados de A-R, como Fergusson (2012), quien explica que ese concepto de las “coyunturas críticas” es todavía un elemento débil en dicha argumentación.

Otro punto polémico sobre el papel de las instituciones tiene que ver con la sobredeterminación que parecen darle A-R a “las ideas sobre el mundo material”, una especie de antimaterialismo histórico. Como se recordará, Marx (1867) postulaba que eran los modos de producción (la distribución de los medios de producción) los que iban determinando la ideología (la superestructura de las instituciones) y que, en últimas, esta organización política terminaba validando y reproduciendo (para bien o mal de las sociedades) dicho arreglo. Así, la distribución del poder entre señores feudales, la Iglesia y los ejércitos lograba un equilibrio de reproducción, hasta que el surgimiento de los burgos y de la libertad de la mano de obra fue debilitando dicha infraestructura feudalista, hasta generar una revolución social, un nuevo paradigma social a-lá Kuhn (1962).

Dicho de otra manera, las ideas de A-R parecen más de la estirpe de Max Weber (las ideas determinando el modo de producción) que de Karl Marx, lo cual personalmente encuentro poco válido. Pero independiente de la infra determinando la supra o viceversa, A-R omiten como 200 años de discusión sobre instituciones al no ahondar en semejante polémica, despachando de forma facilista la relación entre

“ Acemoglu y Robinson optaron por crear una puerta de excepción a sus postulados e ingeniar el concepto de “coyunturas críticas”. Allí procedieron a encajonar toda una serie de sucesos históricos que se apartaban claramente de dichas instituciones-incluyentes, siendo uno de los casos más llamativos el de la Francia del siglo XVII. ”

base productiva, ideología política, religión y cultura. De hecho, nunca queda claro dónde terminan las instituciones y dónde empiezan estos otros elementos, tan fundamentales a la hora de definir la prevalencia del “imperio de la Ley”.

Por último, está el punto de la “política económica”. Después de toda esa discusión milenaria, cabe preguntarse: ¿Son A-R simplemente historiadores, sin pretensiones de generar políticas públicas? Desde que se discutió el problema de los asentamientos extractivos españoles respecto de los asentamientos colonizadores (Acemoglu *et al.*, 2001), siempre me han parecido algo forzadas las conclusiones que se buscan extrapolar, a partir de allí, para el mundo moderno (Clavijo, 2003). Con razón Rodrik *et al.* (2002) menciona las dificultades para precisar, al fin de cuentas, qué son las instituciones en mundos tan diversos.

Más aun, A-R no discuten el vergonzoso papel colonialista de la Europa de los siglos XIX y XX y lo que ello puede implicar en términos de pensar que esas sean precisamente las “instituciones” que el mundo debe perseguir globalmente y donde muy seguramente la España del XVII, la Francia del XVIII, la Inglaterra del XIX y los Estados Unidos del XX no lucirían ni tan exitosos ni tan “inclusivos” como se les pinta a lo largo de su “magna-obra”. Dicho de otra manera, la herencia democrática del “imperio de la Ley” probablemente no se hubiera podido dar sin una *Pax Britannica* bastante opresiva en India y buena parte del globo terráqueo, mientras reinó dicho imperio (*The Economist*, 2012b).

En todo caso, nada de lo anterior invalida la conclusión (obvia) de política económica: debe buscarse que el imperio de la Ley permita el surgimiento de una sociedad con crecientes oportunidades para una clase media amplia, donde prime la meritocracia y no el poder de una minoría, punto esencial del mundo pos-siglo XIX. Pero la pregunta clave, no abordada por A-R, es: ¿En qué consisten esas instituciones y cómo pueden replicarse esas mejores prácticas?

A este respecto, es mucho más importante discutir, por ejemplo, los sistemas judiciales, su operatividad y eficacia, que simplemente el capital-social que pudo haber encontrado Tocqueville en los Estados Unidos del siglo XIX. Mucho más relevantes son las discusiones sobre mejoras a la educación e infraestructura de los Estados Unidos de la actual década, comparado con el período 1930-1950 (Sachs, 2012), que las discusiones meramente académicas sobre la mejor *proxy* para medir instituciones

o la incidencia de las enfermedades en las poblaciones de colonizadores. Obviamente esto último cautiva más la atención de los historiadores, pero tiene menos relevancia a la hora de lograr “instituciones incluyentes” y crecimiento sostenible para democracias a nivel global. Creo que la falta de recomendaciones de política es una de las grandes debilidades de A-R, lo cual resulta algo “frustrante” para el lector, pues el análisis de la historia precisamente tiene ese último fin (*The Economist*, 2012a pág.96).

Finalmente, si usted le pregunta a un psicólogo como Kahneman cuál considera que es el factor decisivo para el desarrollo humano, probablemente le hablará de la interrelación emotivo-primaria (sistema I) con la cognoscitiva-secundaria (sistema II); si le pregunta a un antropólogo como Diamond (2006), seguramente resaltará el equilibrio entre los ecosistemas y el hombre para evitar colapsos. En este sentido, no debemos sorprendernos de que historiadores-ciencio-politólogos como A-R concluyan que “el Origen” de los fracasos de las naciones radica en que no se generan “instituciones inclusivas” (¿Pero no suena todo esto algo tautológico y con elevado sesgo respecto al tipo de profesión que usted prefiera? ).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu D., S. Johnson, and J. Robinson (2001), “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review* (December).
- Clavijo S. (2003), “Crecimiento, productividad y la nueva economía”, *Revista del Banco de la República*, mayo.
- Darwin C. (1887), *The Autobiography of Charles Darwin*, Barnes&Noble Books, 2005, New York.
- Diamond J. (2006), *Collapse: How Societies Choose to Fail or Survive*, Penguin Books, England; ver comentario de S. Clavijo (2010), revista *Carta Financiera* No. 149 de enero-marzo.
- Fergusson L. (2012), Comments to “Why Nations Fail” in http://economia.uniandes.edu.co/profesores/planta/Fergusson_Leopoldo/Other_writing.
- Rodrik D., A. Subramanian, and F. Trebbi (2002), “Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development”, *NBER Working Paper* No. 9305, October.
- Sachs J. (2011), *The Price of Civilization: Reawakening America's Virtue and Prosperity*, Random House, New York; ver comentario de S. Clavijo (2012), revista *Carta Financiera* No. 159 de julio-septiembre.
- The Economist* (2012a), “Creating Economic Wealth: The Big Why”, March 10th.
- The Economist* (2012b), “The British Empire: Pondering the Past”, September 15th.