

+ **Auge minero-energético en Colombia:** ¿Hasta cuándo?

+ **Fragilidad bancaria en Colombia:** un análisis basado en las hojas de balance

+ **Proyecciones de gasto en salud 2012-2030**

+ Entrevista a **Jorge Humberto Botero**
Presidente de Fasecolda

financiera

carta

167

SEPTIEMBRE 2014

ANIF
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Centro de
Estudios
Económicos

40
años

Perspectivas del Sector Minero-Energético de Colombia



COL \$13.000

ISSN 0120-3436



7 1709998 002494

No.167 Septiembre de 2014
**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
Ekaterina Cuéllar
Raúl A. Fandiño
Juan S. Joya
Daniela Maldonado
Liliana Ordoñez
Álvaro Parga
Nelson Vera
Ana M. Zuluaga

EDITORA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera
IMPRESIÓN
Legis

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

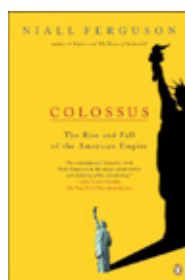
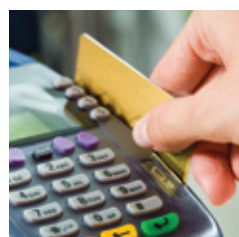
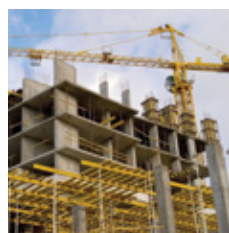


SUSCRIPCIONES
Amanda González
Calle 70 A No.7-86

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

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 Septiembre de 2014

EDITORIAL

- 4 Carta Abierta al Congreso de la República**
(Período 2014-2018)

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 10 Auge minero-energético en Colombia:
¿Hasta cuándo?**
Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Raúl Fandiño
y Ekaterina Cuéllar
- 18 Fragilidad bancaria en Colombia:
un análisis basado en las hojas de balance**
Ignacio Lozano y Alexander Guarín
- 25 Proyecciones de gasto en salud 2012-2030**
Mauricio Santa María Salamanca, Gabriel Piraquive Galeano
y Anwar Rodríguez Chegade
- 32 Profundización financiera y fondeo bancario**
ANIF

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 38 Dinámica del sector edificador**
y la política de vivienda en Colombia
- 43 Desempeño de las Administradoras de Fondos de
Pensiones (AFPs): Una visión con memoria histórica**
- 48 Las tasas efectivas de tributación**
en Colombia
- 51 Resultados bancarios y volatilidad**
financiera (2013-2014)

NOTAS DESTACADAS DE MERCADOS DE CAPITALES

- 56 El Indicador Bancario de Referencia (IBR):**
Su tránsito del mercado monetario hacia el de capitales
- 60 Desarrollos recientes del mercado de capitales**
en Colombia

Entrevista

- 66 Jorge Humberto Botero**, Presidente de Fasescolda

TORRE DE MARFIL

- 78 El Coloso: Ascenso y caída del Imperio Americano**
Libro escrito por Niall Ferguson
Comentado por: Sergio Clavijo

Carta Abierta al Congreso de la República

(Período 2014-2018)

El 20 de julio se instaló el nuevo Congreso de la República, el cual hemos comentado que tiene una conformación fundamentalmente “gobiernista”. En efecto, la composición del nuevo Congreso (2014-2018) deja en mayoría, tanto en la Cámara como en el Senado, a la llamada “Unidad Nacional” de Santos.

No obstante, la alianza oficialista no logró umbrales para mayorías calificadas en ninguno de los dos cuerpos colegiados, aunque en la Cámara alcanzaría para mayorías simples (ver *Informe Semanal* No. 1217 de mayo de 2014). Por estas razones, la Administración Santos-II tendrá algunas dificultades parlamentarias a la hora de impulsar reformas estructurales en el frente económico, pero no del todo insalvables.

Estas dificultades serán mayores en el caso de buscar aprobación de Leyes Estatutarias o de Reformas Constitucionales, como las requeridas para avanzar en el proceso de paz, pues ellas deben tener la aprobación de dos tercios del Congreso (ver *Informe Semanal* No. 1224 de junio de 2014).

Recordemos que el Senado de la República quedó conformado por mayorías a favor de la “Unidad Nacional” (Partido de la U, Liberal y Cambio Radical) que apoyan al presidente Santos, obteniendo el 45% de los votos por lista o partido, equivalentes a 47 escaños de un total de 102 curules (ver gráfico 1, panel a). Los partidos de oposición (Centro Democrático, Polo y Alianza Verde) alcanzaron 29 curules (29% de la votación). Finalmente, el Partido Conservador obtuvo 19 curules (cerca del



18% de los votos partidistas) y los otros partidos lograron las restantes 7 curules.

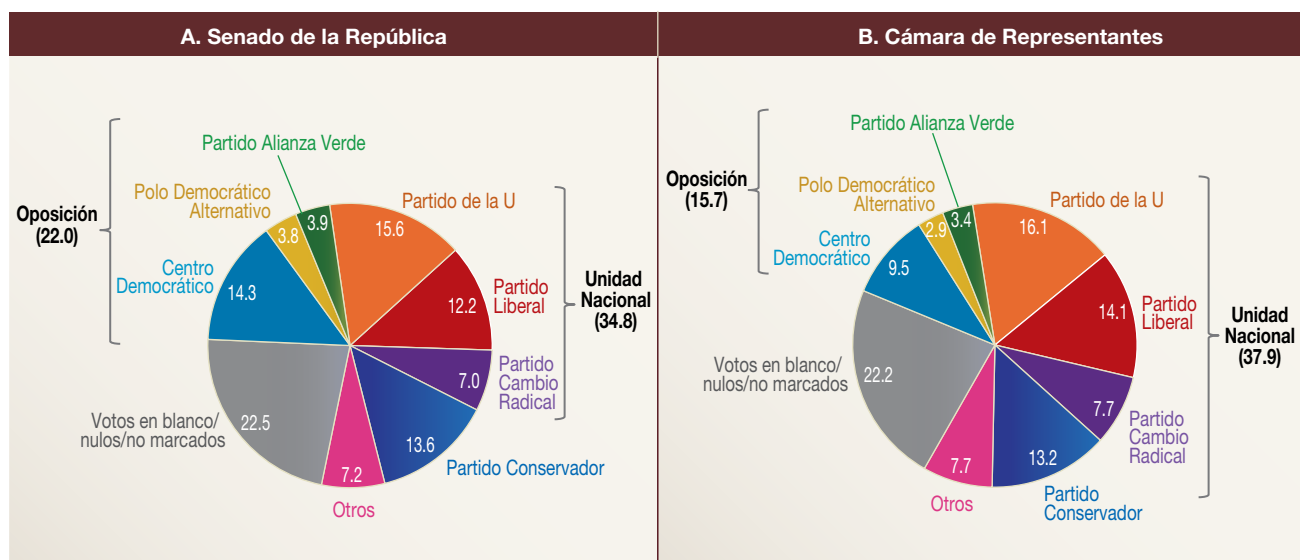
Los anteriores resultados implican que los partidos afines al presidente Santos no tendrían ni siquiera la mayoría simple para aprobar leyes ordinarias. Con solo el 45% de la votación, la “Unidad Nacional” tendría que: i) incluir al Partido Conservador dentro de la coalición de gobierno, pero este es un tema complejo después de su división en las presidenciales entre santistas y opositores; o ii) hacer alianzas con los “otros” partidos, lo cual se

ha facilitado con los verdes-Polo tras su decidido apoyo al proceso de paz de Santos-II. Pensar en obtener mayorías calificadas para la “Unidad Nacional”, las cuales se requieren para las Leyes Estatutarias, será aún más exigente. Dado que una eventual alianza con el Partido Conservador llevaría a obtener un 63% de las curules (=45% actual + 18% del Partido Conservador), faltaría aún por lograr un 3% adicional con los partidos de oposición, lo cual los verdes-Polo han anunciado que ocurrirá caso-por-caso. Así, los resultados electorales para Senado de la República 2014-2018 dejan a la Administración Santos-II con una mayoría importante de curules, pero con la necesidad de hacer aún más alianzas que durante 2010-2014. En el caso de la Cámara de Representantes, guiada por la representatividad regional, el Partido Liberal obtuvo la mayoría (39 curules de un total de 166), aunque el partido más votado a nivel nacional fue nuevamente el Partido de la U (37 curules). Así,

la “Unidad Nacional” que apoya al presidente Santos obtuvo 92 curules (el 59% del total), ver gráfico 1 panel b. Por su parte, la oposición (Centro Democrático, Alianza Verde y el Polo) alcanzaron el 13% de las curules y el Partido Conservador el 16% de los puestos. Finalmente, los otros partidos quedaron con el restante 11% de la votación. En el caso de la Cámara de Representantes, los partidos de la Unidad Nacional lograrían mayorías simples y solo necesitarían una facción del Partido Conservador (o de cualquier otro) para alcanzar mayorías calificadas. Esto significa que en la Cámara, la coalición que apoya al presidente Santos tiene mayorías menos complicadas que en el Senado a la hora de impulsar la agenda legislativa. Dado este tinglado para las legislaturas 2014-2018, resulta de la mayor importancia intentar ahora focalizar la agenda que debería impulsar Santos-II, lo cual exigirá fraguar importantes alianzas partidistas para lograr las mayorías

simples y calificadas, antes discutidas. Anif considera que los temas de las legislaturas 2014-2015 deberían centrarse sobre las reformas en los frentes de: i) mayores recaudos tributarios; ii) la Rama Judicial; iii) el sector salud; y iv) los temas pensionales. Por supuesto que existen otros frentes de trabajo importantes, como los de la educación, la infraestructura o la formalización laboral. Sin embargo, Anif considera que en ellos se podrá avanzar sin depender de forma tan marcada de los cambios legislativos de corto plazo, pues los logros en materia de primera infancia (Decreto 860 de 2010); los referidos a la mejor institucionalidad en infraestructura (creación ANI, Decreto 4165 de 2011; creación FDN, Decreto 4174 de 2011 y Ley 1682 de 2013, “Ley de infraestructura”); y las mejoras en formalización laboral (Ley 1607 de 2012) deberían ser suficientes para consolidar los avances en gestión que ya se han venido dando en estos sectores.

Gráfico 1. Votación para el Congreso de la República 2014-2018
(% del total de votos)



Fuente: cálculos Anif con base en Registraduría Nacional del Estado Civil (preconteo).

Además, la Ley del Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 (a radicarse en 2015) constituirá otra buena oportunidad para afinar la legislación en múltiples frentes de trabajo, incluyendo la recuperación del agro, la reindustrialización y la profundización en el desmonte de costos laborales no-salariales. Un capítulo aparte representarán los cambios legislativos que se deriven de los avances en el proceso de paz, los cuales requerirán un escrito particular, que abordaremos en su debido momento. Veamos entonces con algo de detalle los tipos de reformas legislativas que Anif cree que deberá encarar prontamente la nueva Administración Santos-II durante 2014-2015.

Reforma tributaria

Tras un detallado análisis de la actual estructura tributaria de Colombia, Anif ha venido argumentando que el país requiere impulsar rápidamente una reforma tributaria que permita allegar cerca de 2 puntos del PIB de recaudo de forma permanente (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-impuestos0614.pdf>). Esto como resultado de la paradoja tributaria que enfrentamos: estamos recurriendo a tasas elevadas de Imporrenta-Impopatrimonio (que pueden llegar al 51% en el caso de las firmas), arriesgándonos a frenar la inversión, pero al mismo tiempo registramos bajos niveles de recaudo del 14.3% del PIB en cabeza del Gobierno Central (vs. el 17% en América Latina). Esto se explica por el hecho de mantener bases de gravamen bajas, donde priman la informalidad, la corrupción y la abierta evasión-elusión. Todo esto hace que Colombia esté en mora de implementar una reforma tributaria estructural que eleve la tributación efectiva en al menos 2 puntos del PIB. Dicha propuesta debería avanzar en los frentes de: i) mantener lo alcanzado por el

IMAN (generando progresividad y lucha contra la evasión); ii) elevar la tasa general del IVA del 16% al 18%; y iii) desmontar el 4x1.000, lo cual ayudaría a reducir la evasión en Imporrenta e IVA, con ganancias estimadas hasta del 10% en dicho recaudo una vez se eleve la formalización transaccional.

Reforma a la justicia

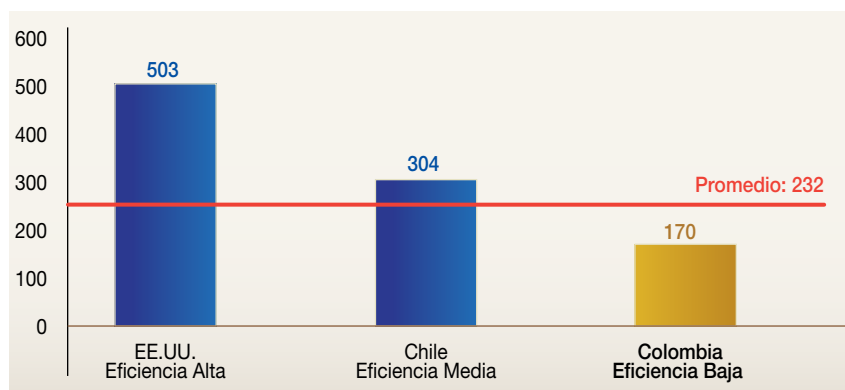
Anif piensa que casi todo en la cadena de la justicia hoy opera mal y, por lo tanto, que no se trata simplemente de “despolitizarla”, sino de volverla más eficaz. Las ideas de reformas minimalistas son algo ingenuas. A continuación enumeramos sumariamente las reformas que requiere el sector (ver *Comentario Económico del Día* 3 de junio de 2014).

1. **Última instancia judicial.** La Corte Constitucional (CC) debería ser la última instancia en todos los frentes interpretativos del alcance de la Constitución de 1991 (CP-1991), incluyendo los pronunciamientos frente a la CIDH.
2. **Postulación de magistrados.** Debería ocurrir exclusivamen-

te a manos de los gobiernos de turno y sin requerimiento de elección o ratificación del Congreso, lo cual ha degenerado en clientelismo y/o impunidad en Colombia, así en otras latitudes opere como señal de “más democracia”.

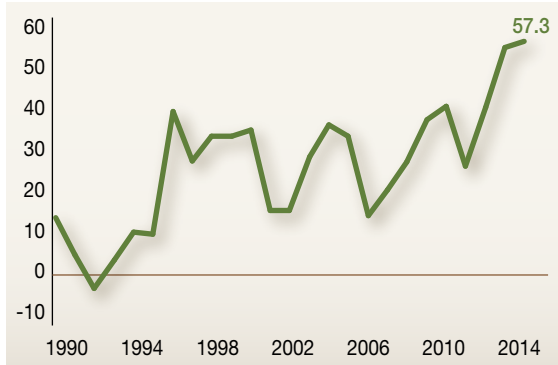
3. **Límite a la tutela.** Allí dicho instrumento no podría operar para desafiar fallos judiciales, pues para ello están los tribunales superiores y las Altas Cortes.
4. **Obediencia taxativa frente a órdenes de las Altas Cortes (y la CC como organismo único de cierre).** Actualmente la CC es un “rey de burlas” por parte de numerosos jueces; en el mejor de los casos dichos jueces solo escuchan a quien puede disciplinarlos (Consejo Superior).
5. **Reforma a fondo del sistema carcelario.** Mientras la delincuencia campea en el Inpec y su fuero sindical sea un obstáculo insalvable para disciplinarlos, Colombia no puede esperar que el “castigo” sea un elemento disuasivo (ver gráficos 2 y 3). Nuestro sistema carcelario se

Gráfico 2. Tasa de encarcelamiento (Por cada 100.000 habitantes, 2008)



Fuente: cálculos Anif con base en Centro de Estudios de la Justicia de las Américas, Bureau of Justice Statistics, International Centre for Prison Studies e instituciones nacionales de estadística judicial.

Gráfico 3. Tasa de hacinamiento carcelario 1990-2014
(Encarcelados/Capacidad de encarcelamiento)



Fuente: cálculos Anif con base en Inpec y DNP.

ha convertido en la universidad del mal, bajo el patrocinio del propio Estado. ¿Qué elemento de arrepentimiento o rehabilitación cabe esperar de un sistema carcelario corrupto e ineficaz, donde se violan sistemáticamente los derechos humanos?

Reforma a la salud

El Proyecto de Ley 210 de 2013 (que el gobierno dejó hundir en el Senado a finales de junio de 2014) incluía tres módulos, a saber: i) una nueva Unidad de Gestión (Salud-Mía), la cual estaría encargada del aseguramiento y afiliación de la población, así como del recaudo y transferencia de recursos; ii) los Gestores de Salud (algunas de las actuales EPS), los cuales tendrían como tarea representar a los usuarios y garantizarles un acceso oportuno a los servicios-tecnologías en salud; y iii) un mayor fortalecimiento a la Supersalud. Anif ha venido comentando que el modelo centralizado tanto de información de afiliación como de recepción de recursos y giros-transferencias a cargo de Salud-Mía permitiría ganancias significativas de acopio de información. Dichas ganancias tienen además el potencial de convertirse en una herramienta clave para el

entendimiento de los costos del sector salud, volviéndose más eficiente la estructuración de la UPC. Sin embargo, también hemos venido llamando la atención sobre los riesgos de caos y corrupción si se le asignan al sector público las tareas de las EPS. Ese riesgo de “nacionalización”, a través de Salud-Mía, debe evitarse a toda costa (ver *Informe Semanal* No. 1211 de marzo de 2014).

En cambio, la figura de los Gestores de Salud, cuyas funciones estarían enfocadas en la conformación-gestión de Redes de Prestación de Servicios de Salud y la supervisión del adecuado funcionamiento de los Prestadores (actual-

mente las IPS), tenía sus virtudes. Allí sería clave que los recursos girados por Salud-Mía a los Gestores no dependan del número de afiliados, sino de la mayor eficiencia que logre el sector salud, mejorando tiempos-movimientos y abaratando los servicios, sin deterioro de la calidad. Por último, está el elemento clave de lograr un fortalecimiento y blindaje político de la Supersalud frente a las “camarillas” políticas, tanto de nivel nacional como territorial. Todavía persisten las amenazas de los grupos delincuenciales sobre las frágiles y capturadas autoridades territoriales. Algunos de los borradores de la Ley que se venían discutiendo buscaban otorgar esa autonomía técnica a la Supersalud, pero al final ello se desvaneció. ¿Será que las camarillas políticas le ganarán también el pulso a la Administración Santos-II o este mostrará su “buen gobierno”?

“Tras un detallado análisis de la actual estructura tributaria de Colombia, Anif ha venido argumentando que el país requiere impulsar rápidamente una reforma tributaria que permita allegar cerca de 2 puntos del PIB de recaudo de forma permanente”

Reforma pensional

Anif ha venido mencionando la importancia de llevar a cabo una nueva reforma paramétrica que reduzca los actuales subsidios pensionales. Estos se han ido expandiendo por razones demográficas de mayor longevidad (lo cual implica elevar la edad pensional) y de reversión hacia el sistema público de Prima Media (RPM). Nuestros análisis probabilísticos sobre los diferentes parámetros actuariales indican que el VPN-neto pensional de Colombia

se ha ido incrementando, pasando del actual 85.3% hacia el 92.2% del PIB (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Pensiones1113.pdf>). De hecho, el valor VPN-bruto (incluyendo allí las contribuciones, como lo hace el modelo del DNP) asciende al 144% del PIB de 2013, donde el componente de subsidio viene dado por ese 85% del PIB (modelo Anif-VPN-neto); y el componente de cotizaciones de los trabajadores activos corresponde al 58.9% del PIB, ver gráfico 4. En un escenario

Estudio Trimestral

GUÍA EMPRESARIAL



Suscríbase AL MEJOR ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Incluye un estudio completo sobre los siguientes temas: economía internacional, actividad económica, inflación, sector externo y manejo cambiario, crédito y tasas de interés, liquidez y finanzas públicas.

El informe recopila las proyecciones de ANIF, del gobierno y de otros analistas sobre las principales variables macroeconómicas de Colombia y otros países de interés.

WWW.ANIF.CO

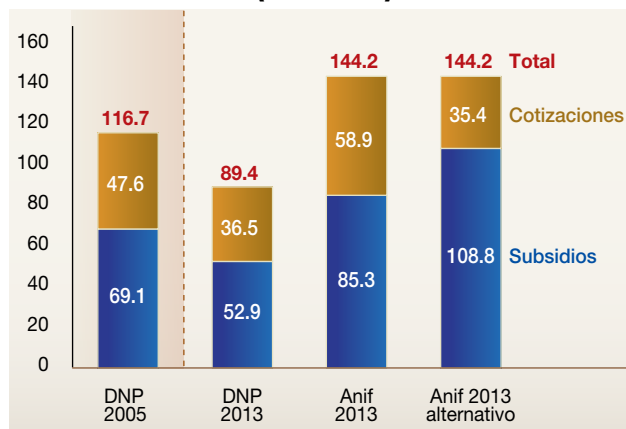
Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF
Calle 70 A No. 7-86

Teléfonos: 33124503 - 310 5617197. Línea gratuita 01 800 0119907

Correo electrónico: mivanegas@anif.com.co

Bogotá - Colombia

Gráfico 4. VPN del gasto pensional bruto: comparación con datos del DNP (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Colpensiones, Echeverry et al. (2001), MHCP y DNP (2010).

alternativo, si se considera el total de pagos a los pensionados actuales como subsidio (teniendo en cuenta que el gobierno se ha gastado las cotizaciones realizadas por dichos pensionados), ese VPN del subsidio se elevaría al 108.8% del PIB, mientras que las cotizaciones se reducirían al 35.4% del PIB. Independientemente de la mezcla subsidio-cotizaciones, la cifra arrojada por este modelo en términos del VPN-bruto asciende al 144% del PIB, cifra que resulta sustancialmente superior al 89% del PIB que reportaría el DNP al anclar dicho valor al PIB de 2013.

En este sentido, moverse en la dirección de una reforma pensional como la esbozada durante Santos-I sería un error, pues otorgar “un pilar básico de subsidio único a nivel de 1SML” resultaría tremendamente oneroso para el fisco. Esto se debe a que actualmente el subsidio para aquellos que están en el umbral de 1SML representa casi un 75% (subsidio/pensión), a razón de \$341 millones de 2037 por individuo. Ello sería equivalente a unos \$84 millones de subsidio (pesos de 2013), no muy diferente de los \$88 millones que ha venido anunciando el gobierno. Esta franja de 1SML actualmente cubre un 49% de los cotizantes a Colpensiones (1 millón de personas en esa franja). Esto implica que extender este subsidio no solo a los de 1SML del Régimen de Ahorro Individual-RAIS (2.7 millones), sino al total de los casi 8 millones de cotizantes de ambos sistemas (RPM + RAIS), acarrearía subsidios adicionales que no alcanzan a ser compensados por la eliminación de los subsidios que actualmente disfrutaban 1 millón de cotizantes del RPM que están en la franja superior a 1SML (el otro 51% de cotizantes a Colpensiones). ANIF

Auge minero-energético en Colombia: ¿Hasta cuándo?

Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Raúl Fandiño y Ekaterina Cuéllar *



Desempeño reciente

En 2010, la Administración Santos anunció que la economía colombiana estaría acelerando su crecimiento hacia el umbral del 5%-6% anual, gracias al ímpetu de la “locomotora” minero-energética, la cual llegaría a su clímax en 2018-2020. En efecto, dicha locomotora había logrado impulsar el sector minero-energético durante 2008-2012, expandiéndose a ritmos promedio del 10.2% anual (vs. el 4% anual registrado por el total de la economía). Ese impulso había logrado contrarrestar (parcialmente) la turbulencia internacional, resultante de la crisis hipotecaria en los países desarrollados, y las adversidades que nos dejaba la prolongada “Enfermedad Holandesa” sobre los sectores agro-industriales. De hecho, la extracción de crudo y gas natural, representando cerca del 70% del valor agregado del sector minero-energético, se había expandido a tasas del 14% anual durante 2008-2012.

Sin embargo, durante 2013-2014, la economía colombiana ha venido experimentando síntomas de un posible fin anticipado de dicho auge, por cuenta de una serie de problemas estructurales que tienen que ver con: i) la carencia de adecuada infraestructura; ii) la persistencia del conflicto armado y constantes amenazas a la precaria infraestructura existente; y iii) el agravamiento de la incertidumbre jurídica en lo referente a la obtención de licencias ambientales, expropiación de predios y consultas previas con las comunidades. Todo lo anterior se ha manifestado en continuos incumplimientos de las metas de producción de petróleo, gas y carbón trazadas en el Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014. Por

* Este artículo corresponde a un resumen de la investigación del mismo nombre que elaboró Anif para la Asociación Colombiana del Petróleo (ACP), cuyo texto completo se puede consultar en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-Min-energe0814.pdf>. Director, subdirector e investigadores de Anif, respectivamente. Email: sclavijo@anif.com.co

ejemplo, las brechas de incumplimiento han llegado ya a niveles de 100.000 barriles por día (bpd) en petróleo y unos 10-15 millones de toneladas/año en lo referente al carbón.

Este cúmulo de problemas, amplificados a los casos del agro y la industria, explican por qué la economía colombiana no ha podido acelerar su crecimiento potencial hacia el añorado 6% anual y, de hecho, arriesga con bajarse del actual 4.5% anual a cerca del 4% anual durante el próximo quinquenio, salvo que se tomen medidas drásticas (de implementación rápida) para superar los problemas antes mencionados. La elevada concentración en la exportación de *commodities* (75% del total exportado), sin suficientes encadenamientos productivos, y la creciente brecha en términos del llamado Costo Laboral Unitario (CLU) respecto de Estados Unidos (alcanzando un 27% al finalizar 2013) representan importantes desafíos para lograr un adecuado aprovechamiento de los TLCs, los cuales ya cubren dos terceras partes de nuestro potencial exportador. Aunque los graves problemas de apreciación cambiaria del período 1995-2012 han empezado a ceder terreno, se requieren ganancias significativas en productividad laboral y en abaratamiento del transporte para que nuestra economía pueda competir con base en una canasta exportadora más amplia (ver Kareem, 2010; Clavijo *et al.*, 2012).

Simulaciones y resultados para el período 2014-2020

Nuestras estimaciones nos sugieren que esos crecimientos del 10% anual del sector minero-energético, como los observados durante 2008-2012, podrían estarse moderando en el futuro cercano, llegando a promediar tan solo un 2% anual durante la próxima década, de no tomarse importantes correctivos

“ El estancamiento de la locomotora minero-energética ya ha empezado a materializarse durante 2013-2014. Este panorama luce doblemente preocupante, pues no solo se reduciría el potencial de crecimiento de la economía colombiana, sino que habría impactos negativos sobre la balanza de pagos por cuenta de las menores exportaciones y por caídas en los recaudos tributarios y de regalías. ”

en lo referente a: i) la dotación de infraestructura; ii) la agilización de los trámites de exploración-explotación; iii) la misma protección estatal de las inversiones minero-energéticas, constantemente amenazadas por los ilegales, bien bajo el ropaje de la guerrilla o de la delincuencia organizada; y iv) la solución de los obstáculos jurídicos relativos a la consulta previa. Solo de esta manera resultaría posible incorporar nuevas reservas de crudo (actualmente en niveles de 6.6 años de producción) y, además, enfrentar los drásticos cambios que están ocurriendo a nivel global por cuenta de la revolución del *shale gas-oil* en Estados Unidos. Recordemos que dicha revolución está generando unos cambios en precios relativos que hoy favorecen más la demanda por gas que la de carbón (sector donde Colombia ha venido siendo un importante jugador a nivel global).

Este estancamiento de la locomotora minero-energética ya ha empezado a materializarse durante 2013-2014. Por ejemplo, nuestra producción petrolera alcanzó la meta del millón de barriles diarios en 2013, con cerca de un año de atraso, y está teniendo serias dificultades para mantenerse en esos niveles. De hecho, según el Plan Nacional de Desarrollo (PND) de 2010-2014, a la altura de 2014 ya deberíamos estarnos perfilando hacia 1.2 millones bpd y todo parece indicar que con dificultad nos estabilizaremos en los 950.000 bpd, en una perversa combinación de voladuras de oleoductos y diversas dificultades extractivas.

En materia de carbón sucede algo similar, pues la producción se ha estancado en 80-85 millones de toneladas/año, muy lejos de la meta de 120 millones de toneladas/año que se había trazado para 2013. Debido a los problemas ambientales y de transporte, el gobierno inclusive revisó dicha meta a la baja, ubicándola en 90 millones de toneladas/año para 2014. Es claro que aquí se han venido mezclando problemas de carácter coyuntural (huelgas, problemas ambientales y ataques a la infraestructura), con problemas estructurales (cambio en el precio relativo del gas frente al carbón, producto de la mencionada revolución del *shale gas-oil*).

Este panorama luce doblemente preocupante, pues no solo se reduciría el potencial de crecimiento de la economía colombiana (antes explicado), sino que habría impactos negativos sobre la balanza de pagos por cuenta de las menores exportaciones (mayor déficit de cuenta corriente) y por caídas en los recaudos tributarios y de regalías.

Sector externo

Nuestras simulaciones sugieren que, bajo un escenario base, el menor dinamismo del auge minero-energético (por menores volúmenes y precios) causaría la desaparición del actual superávit comercial a la altura del año 2016 (partiendo de un valor actual del 0.7% del PIB en 2013), pudiendo llegar a causar déficits comerciales hasta del -2.5% del PIB a la altura del

año 2025. En consecuencia, la cuenta corriente se estaría deteriorando del actual -3.4% del PIB en 2013 hacia valores del -5.5% del PIB en 2020 y del -5.2% del PIB hacia el año 2025 (ver gráfico 1).

Ese menor dinamismo del sector minero-energético podría traer aparejado un secamiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), la cual estaría reduciéndose del 4.4% del PIB en 2013 al 2.3% del PIB durante la próxima década. Ante los mencionados desbalances en la cuenta corriente, evitar una crisis de RIN (por falta de financiamiento externo) implicaría entrar a sustituir dicha IED a través de un mayor endeudamiento público (a ritmos promedio del 1.6% del PIB por año). Ello conllevaría un fuerte deterioro fiscal, alcanzando niveles del 51% en la relación Deuda Pública/PIB (vs. el 37% del PIB actual). De ser así, Colombia entraría a arriesgar su bien ganado Grado de Inversión durante los años de auge de 2010-2012. Bajo un escenario optimista, de menor tensión en volúmenes-precios de nuestra canasta exportadora de *commodities*, la economía colombiana lograría defender su superávit

comercial hasta el año 2020 (vs. el año 2016 del escenario base). Sin embargo, también se estarían observando déficits comerciales de un punto del PIB a la altura de 2025 (inferiores respecto del déficit del 1.6% del PIB que arroja el escenario base). Ello equivaldría a desbalances en la cuenta corriente externa del -3.9% del PIB en 2020 (inferior en un 1.6% del PIB respecto al escenario base) y del -4.2% del PIB hacia 2025 (inferior en un 1% del PIB frente al escenario base).

Bajo el escenario optimista, el secamiento de la IED sería menos pronunciado, pues se lograría mantener en niveles del 3.2% del PIB en 2020 (+0.3% del PIB respecto al escenario base) y del 2.7% del PIB hacia 2025 (+0.4% del PIB frente al escenario base). Esta trayectoria de la IED y los menores déficits externos estarían ejerciendo menores presiones sobre las necesidades de financiamiento de la economía. Nuestras simulaciones indican que la relación RIN/meses de importaciones se podría incluso mejorar hacia niveles de 11.8 durante la próxima década (vs. los 9.5 actuales), donde la relación Deuda Pública/PIB

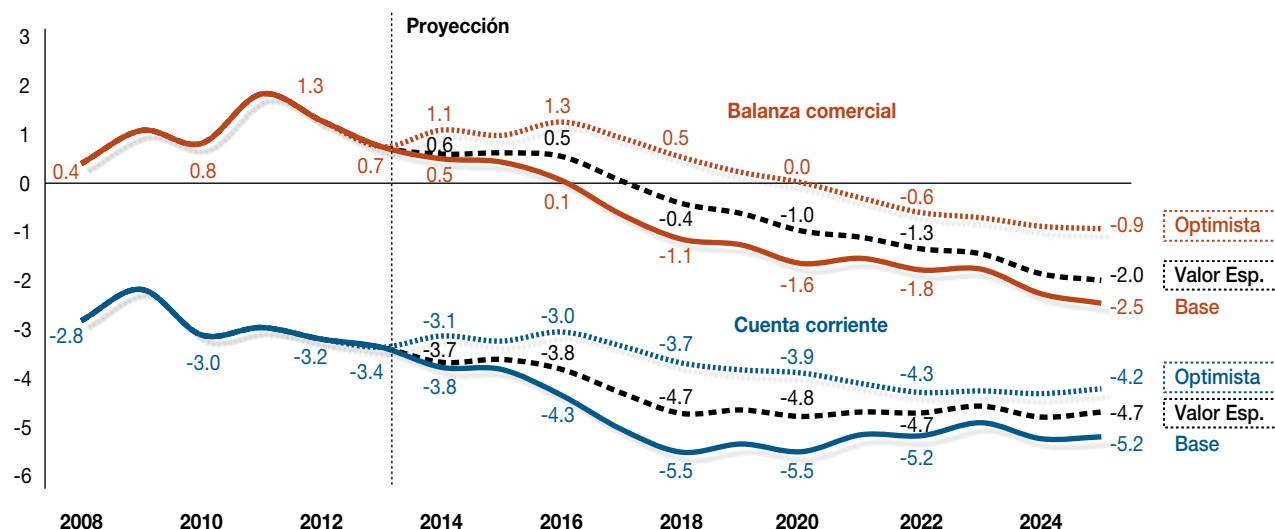
se mantendría cerca de sus niveles actuales del 37%-38% del PIB.

Crecimiento económico

Como ya comentamos, el escenario base implica un “sacrificio” de medio punto porcentual anual en el crecimiento potencial de nuestra economía, pasando del 4.5% histórico hacia el 4% durante la próxima década (ver gráfico 2). Ello sería el resultado de enfrentar mediocres desempeños del PIB-real del sector minero-energético, el cual pasaría de expansiones del 10% anual durante el último quinquenio a crecimientos prácticamente nulos durante la próxima década.

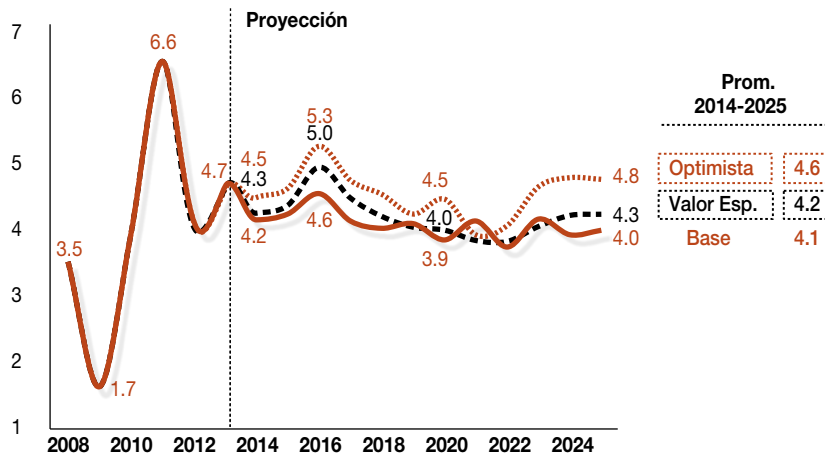
Bajo un escenario optimista, de menor distorsión minero-energética, la economía colombiana estaría promediando expansiones anuales del 4.6% durante la próxima década (vs. el 4% del escenario base), logrando mantener el ritmo de crecimiento potencial histórico del 4.5%. Ello es consistente con expansiones promedio del 1.6% en el valor agregado del sector minero-energético durante 2014-2025 (vs. el crecimiento prácticamente nulo del escenario base).

Gráfico 1. Efectos sobre la balanza comercial y la cuenta corriente (% del PIB, 2008-2025)



Fuente: cálculos Anif con base en Banrep, Dane, FMI y EIA.

Gráfico 2. PIB-real de Colombia
(Variación % anual, 2008-2025)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Cuentas fiscales

Nuestras simulaciones fiscales nos sugieren que el fin anticipado del auge minero-energético estaría minando los ingresos futuros de la Nación. En particular, nos focalizamos en las pérdidas derivadas de menores dinanismos en los conceptos de regalías, dividendos de Ecopetrol y de Imporrenta minero-energético. Bajo el escenario base de mayores tensiones sobre el sector, los ingresos minero-energéticos de la Nación se podrían estar reduciendo del actual 4.9% del PIB a solo un 1.5% del PIB a la altura del año 2025 (reducciones anuales promedio del 0.3% del PIB durante la próxima década). Si aislamos las pérdidas de recaudo concernientes tan solo al Gobierno Central (GC, sin regalías), podríamos estar hablando de menores ingresos por cerca de 2.5 puntos del PIB durante 2013-2025 (-2.5% del PIB = -1.5% en menores dividendos de Ecopetrol - 1% en menor Imporrenta minero-energético). Este resultado fiscal sería muy demandante para las finanzas públicas, dadas las mayores presiones de gasto provenientes de la seguridad social (salud y pensiones) y del financiamiento de

la infraestructura (habiendo comprometido ya cerca de 12 puntos del PIB en VPN en vigencias futuras durante 2014-2044).

Aun bajo un escenario algo más optimista para el sector minero-energético, el impacto fiscal continúa siendo significativo. En efecto, en este caso los ingresos minero-energéticos del GC pasarían del 4.9% del PIB actual al 2% del PIB en 2025 (totalizando pérdidas por el 2.9% del PIB vs. pérdidas por el 3.4% del PIB en el escenario base). Al considerar solo los ingresos del GC, dichas pérdidas llegarían a 2.2 puntos del PIB durante 2013-2025 (-2.2% del PIB = -1.3% en menores dividendos - 0.9% en menor Imporrenta).



Obstáculos que enfrenta el sector minero-energético de Colombia

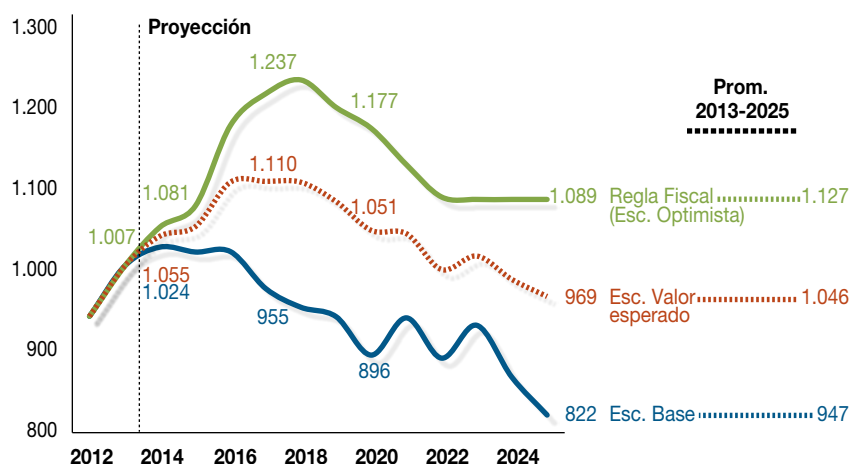
En cuanto a los obstáculos al desarrollo del sector minero energético, los hemos dividido en aquellos problemas de carácter legal (cuya solución depende de la expedición de nueva normativa o cuya reglamentación es aún incipiente) y los *de facto* (los cuales requieren una mejor aplicación de la normatividad vigente).

En el caso de los problemas legales, son de particular relevancia: i) los procedimientos de consulta previa con las comunidades, los cuales se han convertido en verdaderos vetos a numerosos proyectos y han generado significativas tardanzas en tantos otros; ii) las demoras en el otorgamiento de licencias ambientales, donde los tiempos de espera han aumentado de 5 a 16 meses durante 2006-2013; y iii) los importantes sobrecostos de transporte por cuenta de las deficiencias en materia de infraestructura minero-energética, con el agravante de los recurrentes atentados-voladuras por parte de los grupos armados.

Por su parte, los problemas *de facto* se concentran en los frecuentes bloqueos (laborales-sociales) a lo largo de toda la cadena minero-energética (exploración-extracción-transporte). De manera general su solución pasa por lograr mayores presencias del Estado en esas áreas petroleras apartadas, supliendo las necesidades-bienes públicos que las comunidades exigen a las petroleras.

Al tener en cuenta nuestras probabilidades de solución a los lastres recién mencionados, obtenemos un escenario intermedio de valor esperado. Allí, la producción de crudo promediaría 1.046.000bpd durante el período 2013-2025 (superiores a los 947.000bpd del escenario base, pero por debajo de los 1.1mbpd del escenario optimista), ver gráfico 3.

Gráfico 3. Producción de petróleo según escenarios (Miles de bpd, 2012-2025)



Fuente: cálculos Anif.

Aquí vale la pena resaltar que las estimaciones oficiales en la producción de petróleo han ido convergiendo a cifras cercanas a las registradas en este escenario de valor esperado. En efecto, en su más reciente Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014 (MFMP-2014), el Ministerio de Hacienda redujo sus estimaciones de producción hacia niveles de 1.062.000bpd durante 2014-2025 (vs. los 1.143.000 bpd consignados en el MFMP-2013), aduciendo problemas en los frentes mencionados de orden público y

cuellos de botella en lo relacionado con las licencias ambientales-ANLA y las consultas previas.

En cuanto al sector externo, el país lograría defender su superávit comercial hasta el año 2018 (vs. el -1.1% del PIB del escenario base y el +0.5% del PIB del escenario optimista). Por su parte, el PIB-real total estaría promediando expansiones del 4.2% anual durante la próxima década (vs. el 4.1% del escenario base y el 4.6% del escenario optimista), reduciéndose marginalmente frente al histórico del 4.5%.

Los ingresos fiscales pasarían de representar recursos por el 4.9% del PIB en 2013 a cifras del 2.5% del PIB en el año 2020 (vs. el 2.1% del PIB del escenario base y el 2.8% del PIB del escenario optimista) y a solo el 1.7% del PIB en 2025 (vs. el 1.5% del PIB del escenario base y el 2% del PIB del escenario optimista), ver cuadro 1. Por último, los encadenamientos industriales del sector a través de la cadena petroquímica muestran que la expansión de las refinerías ayudará a amortiguar levemente el posible deterioro de nuestra balanza externa durante la próxima década, y su aporte al mayor dinamismo de la industria sería también algo marginal. En efecto, la relación Valor Agregado Industrial/PIB se estabilizaría en torno a un 11%, frente al 10.2% que, en promedio, se observa bajo nuestro escenario base sin ampliación de la cadena de refinación.

Conclusiones a nivel temático

En el frente externo:

Bajo un escenario base, el menor dinamismo del auge minero-energético (por menores volúmenes y precios)

Cuadro 1. Efectos sobre los ingresos minero-energéticos de la Nación: Escenario valor esperado (% del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2020	2025	Promedio (2013-2025)
Regalías	1.5	1.5	1.5	1.4	0.9	0.6	1.0
Hidrocarburos	1.2	1.3	1.3	1.2	0.8	0.5	0.9
Minería	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
Dividendos de Ecopetrol	1.1	1.9	1.2	1.1	0.7	0.5	0.9
Impuesto de renta	1.8	1.5	1.3	1.2	0.8	0.5	0.9
Derechos económicos contratos ANH	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Total de Aportes a la Nación	4.4	4.9	4.0	3.8	2.5	1.7	2.9

Fuente: cálculos Anif con base en Dane, ACP y MHCP.

causaría la desaparición del actual superávit comercial a la altura del año 2016 (partiendo de un valor actual del 0.7% del PIB en 2013), pudiendo llegar a causar déficits comerciales hasta del -2.5% del PIB a la altura del año 2025. En consecuencia, la cuenta corriente se estaría deteriorando del actual -3.4% del PIB en 2013 hacia valores de -5.5% del PIB en 2020 y del -5.2% del PIB hacia el año 2025. Ese menor dinamismo del sector minero-energético podría traer aparejado un secamiento de la Inversión Extranjera Directa (IED), la cual estaría reduciéndose del 4.4% del PIB en 2013 al 2.3% durante la próxima década. Ante los mencionados desbalances en la cuenta corriente, evitar una crisis de RIN (por falta de financiamiento externo) implicaría entrar a sustituir dicha IED a través de un mayor endeudamiento público (a ritmos promedio del 1.6% del PIB por año). Ello conllevaría un fuerte deterioro fiscal, alcanzando niveles del 51% en la relación Deuda Pública/PIB (vs. el 37% del PIB actual). De ser así, Colombia entraría a arriesgar su bien ganado Grado de Inversión durante los años de auge de 2010-2012. Bajo un escenario optimista, de menor tensión en volúmenes-precios de nuestra canasta exportadora de *commodities*, la economía colombiana lograría defender su superávit comercial hasta el año 2020 (vs. el año 2016 del escenario base). Sin embargo, también se estarían observando déficits comerciales de un punto del PIB a la altura de 2025 (inferiores respecto del déficit del 1.6% del PIB que arroja el escenario base). Ello equivaldría a desbalances en la cuenta corriente externa del -3.9% del PIB en 2020 y del -4.2% hacia 2025.

En dicho escenario optimista, el secamiento de la IED sería menos pronunciado, pues se lograría mantener en niveles del 3.2% del PIB en 2020 (+0.3% del PIB respecto al escenario base) y del 2.7% del PIB hacia 2025



“ En el escenario optimista de menor destorcida minero-energética, la economía colombiana estaría promediando expansiones anuales del 4.6% durante la próxima década (vs. el 4% del escenario base), logrando mantener el ritmo de crecimiento potencial histórico del 4.5%. ”

(+0.4% del PIB frente al escenario base). Esta trayectoria de la IED y los menores déficits externos estarían ejerciendo menores presiones sobre las necesidades de financiamiento de la economía. Nuestras simulaciones indican que la relación RIN/meses de importaciones se podría incluso mejorar hacia niveles de 11.8 durante la próxima década (vs. los 9.5 actuales), donde la relación Deuda Pública/PIB se mantendría cerca de sus niveles actuales del 37%-38% del PIB.

Ahora, al tener en cuenta nuestras probabilidades de solución a los lastres legales (consulta previa, 35%; sobrecostos-infraestructura, 60%; y licencias ambientales, 70%), y *de facto* (bloqueos, 50%) obtenemos un escenario intermedio de "valor esperado". En cuanto al sector externo, el país lograría defender su superávit comercial hasta el año 2018 (vs. el -1.1% del PIB del escenario base y el +0.5% del PIB del escenario optimista). Esos desbalances comerciales implican que la cuenta corriente arrojaría valores del -3.7% del PIB en 2014-2015 bajo el escenario de "valor esperado". Sin embargo, dicho balance tendería a empeorar hacia el -4.8% del PIB en 2020 (vs. el -5.5%

del PIB del escenario base y el -3.9% del PIB del escenario optimista) y el -4.7% del PIB en 2025 (vs. el -5.2% del PIB del escenario base y el -4.2% del PIB del escenario optimista).

En el frente fiscal:

Bajo el escenario base de mayores tensiones sobre el sector, los ingresos minero-energéticos de la Nación se podrían estar reduciendo del actual 4.9% del PIB a solo un 1.5% del PIB a la altura del año 2025 (reducciones anuales promedio del 0.3% del PIB durante la próxima década). Si aislamos las pérdidas de recaudo concernientes tan solo al Gobierno Central (GC, sin regalías), podríamos estar hablando de menores ingresos por cerca de 2.5 puntos del PIB durante 2013-2025 (-2.5% del PIB = -1.5% en menores dividendos de Ecopetrol - 1% en menor Importancia minero-energético). Este resultado fiscal sería muy demandante para las finanzas públicas, dadas las mayores presiones de gasto provenientes de la seguridad social (salud y pensiones) y del financiamiento de la infraestructura (habiendo comprometido ya cerca de 12 puntos del PIB

en VPN en vigencias futuras durante 2014-2044).

Aun bajo un escenario algo más optimista para el sector minero-energético, el impacto fiscal continúa siendo significativo. En efecto, en este caso los ingresos minero-energéticos del GC pasarían del 4.9% del PIB actual al 2% del PIB en 2025 (totalizando pérdidas por el 2.9% del PIB vs. pérdidas del 3.4% del PIB en el escenario base). Al considerar solo los ingresos del GC, dichas pérdidas llegarían a 2.2 puntos del PIB durante 2013-2025 (-2.2% del PIB = -1.3% en menores dividendos - 0.9% en menor Importenta).

En el escenario intermedio de valor esperado, los ingresos fiscales pasarían de representar recursos por el 4.9% del PIB en 2013 a cifras del 2.5% del PIB en el año 2020 (vs. el 2.1% del PIB del escenario base y el 2.8% del PIB del escenario optimista) y a solo el 1.7% del PIB en 2025 (vs. el 1.5% del PIB del escenario base y el 2% del PIB del escenario optimista).

En el frente de crecimiento económico:

El escenario base implica un “sacrificio” de medio punto porcentual anual en el crecimiento potencial de nuestra economía, pasando del 4.5% histórico hacia el 4% durante la próxima década. Ello sería el resultado de enfrentar mediocres desempeños del PIB-real del sector minero-energético, el cual pasaría de expansiones del 10% anual durante el último quinquenio a crecimientos prácticamente nulos durante la próxima década.

En cambio, en el escenario optimista de menor destorcida minero-energética, la economía colombiana estaría promediando expansiones anuales del 4.6% durante la próxima década (vs. el 4% del escenario base), logrando mantener el ritmo de crecimiento potencial histórico del 4.5%. Ello es

consistente con expansiones promedio del 1.6% anual en el valor agregado del sector minero-energético durante 2014-2025 (vs. el crecimiento prácticamente nulo del escenario base). Finalmente, en el escenario probabilístico de valor esperado, el sector minero-energético estaría bajándose de sus expansiones del 10% anual observado durante el último quinquenio a crecimientos promedio del 0.5% anual durante la próxima década (superior al -0.2% del escenario base, pero inferior al +1.6% del escenario optimista). Al incluir ese desempeño del sector minero-energético en nuestra matriz de correlaciones sectoriales, encontramos que el PIB-real total estaría promediando expansiones del 4.2% anual durante la próxima década (vs. el 4.1% del escenario base y el 4.6% del escenario optimista), reduciéndose marginalmente frente al histórico del 4.5%.

En el frente industrial:

Al modelar la oferta de los tres sectores que componen la Cadena Petroquímica (CPQ) e incluir las ampliaciones de las refinerías de Reficar y Barrancabermeja (unos 105.000bpd), el balance externo de Colombia mejora como resultado de un mayor valor exportado de productos de la CPQ, gracias a que este supera el valor de crudo sin refinar exportado.

Dicha mejora se concentra entre los años 2014 y 2017, coincidiendo con la expansión de Reficar. Sin embargo, dicho efecto-mejora sobre las cuentas externas de las ampliaciones (0.2% del PIB) es relativamente pequeño y no cambia la tendencia del déficit comercial, fluctuando entre el -1.5% y el -2.5% del PIB durante 2020-2025. Algo similar ocurre con el déficit de la cuenta corriente, donde la ampliación de Reficar logra mejorar marginalmente dicho déficit.

El impacto de la ampliación de las refinerías sobre el valor agregado

industrial es más bien marginal, permitiendo solo la estabilidad del valor agregado industrial alrededor del 11% del PIB. En efecto, el peso de la industria en la economía lograría incrementarse de un 11.3% del PIB en 2013 a un 11.5% en 2018, gracias al efecto que tendrá la mayor capacidad de refinación. Sin embargo, dicho efecto tenderá a disiparse hacia el año 2020, debido a que la ampliación de Barrancabermeja no aportaría un número significativo de nuevos barriles refinados para el proceso productivo de la Cadena Petroquímica. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACP (2014), “Resultados 2013 y perspectivas para 2014 del sector hidrocarburos”. Informe de marzo de 2014.

Anif (2013), “Deficiencias en infraestructura minero-energética en Colombia (¿Al ritmo de Scooby-Doo?)”, *Comentario Económico del Día* 24 de abril de 2013.

Anif (2014), “El súper ciclo de commodities: ¿Qué esperar para 2014-2015?”, *Comentario Económico del Día* 15 de enero de 2014.

Clavijo S., Vera A. y Fandiño A. (2012), “La desindustrialización en Colombia: Análisis cuantitativo de sus determinantes”, Anif, noviembre de 2012.

Kareem I. (2010), “The Structural Manifestation of the Dutch Disease: The Case of Oil Exporting Countries”, IMF Working Paper No. 10/103, abril de 2010.

MHCP (2013), Marco Fiscal de Mediano Plazo 2013, junio de 2013.

MHCP (2014), Marco Fiscal de Mediano Plazo 2014, junio de 2014.

Fragilidad bancaria en Colombia: **un análisis basado en las hojas de balance**

Ignacio Lozano y Alexander Guarín *



Desde la crisis global de 2008, los tópicos relacionados con la fragilidad de los sistemas financieros han recobrado interés, no solo en los círculos académicos, sino también en las instancias donde se toman decisiones de política. El episodio que inicialmente se reveló como el desplome del esquema de *subprime* en el mercado hipotecario americano se propagó con tal rapidez al sistema financiero internacional, que sus efectos reales a nivel global no se hicieron esperar. Las pérdidas que sobrevinieron al episodio de Lehman en riqueza, bienestar y puestos de trabajo, especialmente en las economías avanzadas, aún no se han recuperado plenamente. Estos hechos pusieron en evidencia que una condición fundamental para el buen funcionamiento de los sistemas económicos es contar con sistemas financieros sanos, estables y especialmente bien regulados. En este sentido, las autoridades deben actuar oportunamente con medidas precautelativas para evitar situaciones como las acontecidas en los años recientes.

La salud de los establecimientos de crédito tradicionalmente es valorada mediante varios indicadores de riesgo. Entre otros, el tamaño y evolución de la cartera vencida e improductiva, su liquidez disponible, la rentabilidad sobre el activo y el patrimonio, el grado de apalancamiento y su estado de solvencia son indicadores a los que sin duda hay que hacerles continuo seguimiento. Ellos dan buenas señales sobre la solidez o eventuales situaciones de fragilidad de las entidades, que son valiosas tanto para el regulador como para los mercados. Sin embargo, en este trabajo se argumenta que además del monitoreo usual a los riesgos, conviene examinar con aten-

ción el uso de las diversas fuentes de fondeo de los intermediarios, pues de allí se extrae información no revelada por los riesgos, que sirve para valorar de manera complementaria la fragilidad de los bancos.

La relación entre las fuentes de fondeo de los préstamos y la fragilidad de los establecimientos de crédito surge de observar su dinámica a través del tiempo. Es usual que durante las fases de expansión del crédito las fuentes tradicionales, conformadas por los depósitos de los ahorradores (cuentas corrientes, de ahorro, depósitos a plazo, CDTs), no sean suficientes para cubrir la demanda por préstamos bancarios. Esto debido a que en las

* Una versión completa de este artículo fue publicada en la serie *Borradores de Economía* del Banco de la República: <http://www.banrep.gov.co/es/borrador-813>. Las opiniones expresadas son de los autores y no representan necesariamente las del Banco de la República ni las de su Junta Directiva. Como es usual, todos los errores y omisiones son responsabilidad de los autores. Los autores son, en su orden, Investigador Principal, Unidad de Investigaciones Económicas, Banco de la República, e Investigador, Departamento de Modelos Macroeconómicos, Banco de la República. E-mails: ilozanes@banrep.gov.co, aguarilo@banrep.gov.co

fases de auge, la riqueza de las familias y su ahorro no crecen al mismo ritmo que la demanda por crédito. Por consiguiente, los bancos acuden a las fuentes de fondeo alternativas, llamadas fuentes no tradicionales, para cubrir sus necesidades; estas fuentes están constituidas básicamente por los empréstitos externos, operaciones interbancarias de corto plazo (repos y otras operaciones), emisión de bonos y los depósitos institucionales de otros intermediarios. La evidencia internacional soporta estos hechos. En las economías emergentes con mercados de capitales abiertos como la coreana, las obligaciones de corto plazo con entidades del exterior y los préstamos en el mercado interbancario han llegado a ser fuentes importantes de fondeo. Varios trabajos publicados en los últimos años en medios especializados como la NBER (*National Bureau of Economic Research*) sostienen que la composición de los pasivos de las hojas de balance de los intermediarios proporciona información muy valiosa sobre la forma como se fondean los créditos durante sus auge y sobre las posibles vulnerabilidades a que se exponen ante la reversión del ciclo.¹ Un aspecto novedoso es que dichas situaciones de fragilidad de los intermediarios no

“ El creciente uso de recursos no tradicionales para proveer los préstamos, especialmente en las fases de expansión del crédito, parece ser una nueva característica de los bancos con importantes implicaciones en términos de su fragilidad. ”

necesariamente se revelan a través de los riesgos tradicionales.

En este artículo se argumenta que los cambios en la evolución de las fuentes de fondeo del crédito de los bancos en Colombia ayudan a explicar la probabilidad de que el sistema presente episodios de fragilidad. Desde el punto de vista metodológico, el trabajo propone la estimación de la probabilidad de que ocurran dichos eventos a partir del promedio bayesiano de las estimaciones de modelos de regresión logística. Los ejercicios se desarrollan usando datos mensuales de la hoja de balance del sector bancario agregado y de los principales intermediarios del país entre 1996 y 2013.

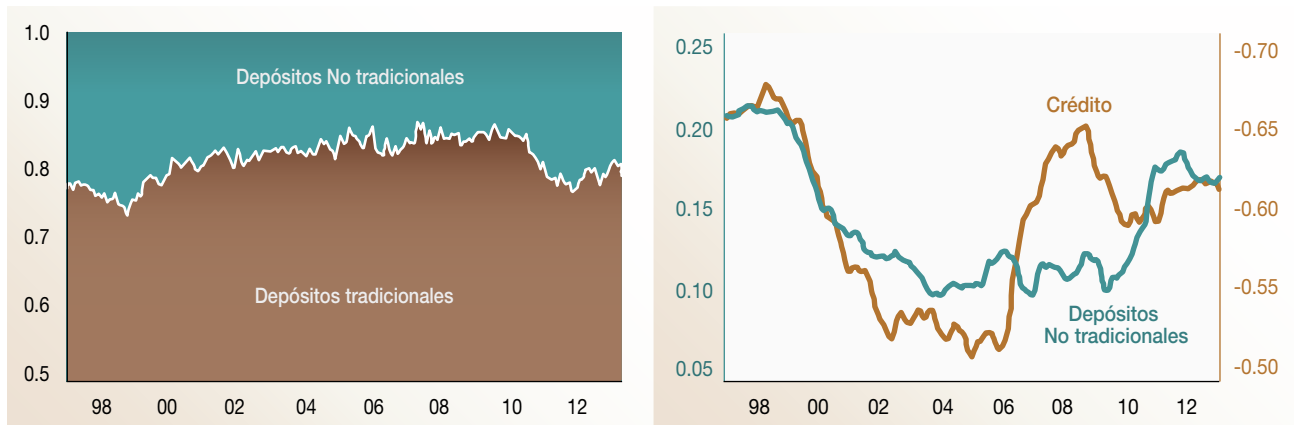
Las fuentes de fondeo de los bancos en Colombia

En el panel izquierdo del gráfico 1 se muestra la importancia de los recursos tradicionales y no tradicionales del sistema bancario colombiano desde 1996. Los depósitos tradicionales son la principal fuente de fondeo del crédito (alrededor del 80%), mientras que los fondos no tradicionales, aunque son minoritarios pues su participación fluctúa entre el 10% y el 25% de los pasivos totales, no son despreciables. Con respecto a los primeros, las cuentas de ahorro son el instrumento financiero más usado por los hogares, seguido por los depósitos a plazo y los depósitos a la vista.

Los recursos no tradicionales exhiben alta volatilidad, como se puede apreciar mejor en el panel derecho del gráfico 1. A finales de los años noventa, los recursos no tradicionales ascendieron hasta el 25% de los pasivos totales y fueron los préstamos

¹ Ver Damar *et al.* (2010), Huang y Ratnovski (2010), Shin y Shin (2011), Hahm *et al.* (2012a), Hahm *et al.* (2012b).

Gráfico 1. Recursos tradicionales, no tradicionales y el crédito (% de los pasivos y activos totales)



externos los más destacados. Nótese que un nuevo pico en los fondos no tradicionales se registró entre 2010 y 2012. Sin embargo, en esta ocasión fueron los bonos y los depósitos provenientes de otros intermediarios los que explicaron principalmente ese repunte. La menor participación del crédito externo, dentro de las fuentes no tradicionales, se presenta en la segunda parte de los años 2000 y podría estar asociada con varias medidas fijadas por el BR en 2007 para suavizar la entrada de flujos de capital. En particular, el BR utilizó los requerimientos de la reserva marginal fijando la tasa en 27%. Esta medida fue eliminada en 2008 en respuesta a la crisis financiera global.

En el panel derecho del gráfico 1 se compara la dinámica de los fondos no tradicionales con el comportamiento de los préstamos totales otorgados por el sistema bancario. Nótese que las dos series están altamente correlacionadas hasta el año 2006, lo cual podría significar que al tiempo que aumentan los préstamos, los bancos acuden más a las fuentes no tradicionales para fondarlos. Con posterioridad a 2006 las series toman dinámicas diferentes, quizás porque los bancos encontraron otras fuentes alternativas de financiación. De hecho, cuando se examinan de cerca los balances se infiere que esa fuente alternativa pudo ser la liquidación de inversiones de portafolio que mantenían muchos intermediarios en títulos de la Tesorería (TES). La participación de estos títulos en el total de los activos osciló entre el 10% al final de los años noventa y el 35% para mediados de la siguiente década.

Así las cosas, las cifras de las dos últimas décadas indican que los bancos han financiado sus préstamos con el ahorro tradicional de los hogares, pero que en ciertas coyunturas de alta demanda de créditos, presumiblemente han acudido a los recursos no tradicionales. Adicionalmente, estos

recursos fueron complementados con la liquidación de inversiones que mantenían en títulos del Tesoro.

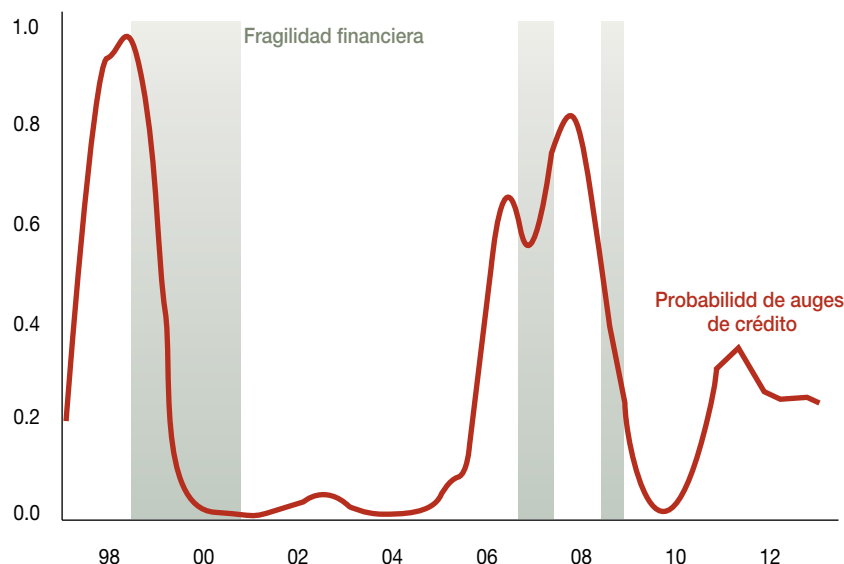
¿Cómo identificar los episodios de fragilidad?

Para encontrar la relación empírica entre las fuentes de fondeo de los préstamos y la fragilidad de los establecimientos de crédito se requiere inicialmente definir lo que es un episodio de fragilidad. Este es definido como un período excepcional de riesgo que enfrenta el sistema, que lo deja expuesto a choques adversos y, por tanto, requiere, además de un seguimiento estricto, de la toma de acciones por parte de las autoridades para evitar posibles situaciones de crisis. Para ello se construye un indicador (una variable dicótoma) con base en los diversos riesgos a los cuales están expuestos los intermediarios. El indicador que nos permitirá identificar los episodios se calcula mediante la técnica de Componentes Principales, la cual permite establecer un patrón común entre todos los riesgos, cuando estos revelan

situaciones de alta vulnerabilidad.

En particular se consideran cuatro tipos de riesgo: riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de rentabilidad y riesgo de solvencia. Por disponibilidad de la información para nuestro período de análisis, infortunadamente no contamos con el riesgo de mercado. A su vez, cada uno de los cuatro riesgos es medido por dos indicadores. El riesgo de crédito, por medio de las relaciones de préstamos vencidos a cartera total y préstamos improductivos a cartera total. El riesgo de liquidez a través de la razón de depósitos a préstamos brutos y la razón de pasivos no cubiertos (RPNC). El riesgo de rentabilidad incluye las medidas del retorno sobre los activos (ROA) y el retorno sobre el patrimonio (ROE). Finalmente se incluyen los riesgos de solvencia y apalancamiento, los cuales capturan la habilidad de una entidad para cumplir sus compromisos de largo plazo y fondar sus proyectos, respectivamente. En el gráfico 2 se muestran los resultados. Los episodios de fragilidad financiera encontrados para el sistema bancario en su conjunto se registran a través de áreas grises. A su vez, dichos episodios se contrastan con los auges

Gráfico 2. Episodios de fragilidad financiera y auges del crédito



del crédito (períodos de expansión de los préstamos), que han sido estimados para Colombia en otros trabajos.² Durante el período de estudio se distinguen tres eventos de alta fragilidad financiera. El primero entre 1999 y 2001, el cual está asociado a la recesión que exhibió la economía. El segundo entre finales de 2006 y 2007 que coincide con la fase de expansión acelerada del crédito y la restricción a la entrada de capitales impuesta por el BR. El tercer episodio (entre mediados de 2008 y principio de 2009) que parece estar relacionado con los coletazos de la crisis financiera internacional que se tradujo en caída de la rentabilidad en el sector y, en algunos casos, en problemas de liquidez. Siguiendo las premisas que se derivan de la evidencia internacional, no sorprende que estos períodos de alta fragilidad en los bancos estén asociados con períodos de expansión del crédito (línea sólida).³

Relación entre las fuentes de fondeo de los créditos y la fragilidad bancaria

Una vez identificados los episodios de fragilidad del sistema bancario a partir de los riesgos, el trabajo calcula el promedio bayesiano de los modelos de regresión logística estimados a partir de la información de las fuentes de fondeo. La idea ahora es calcular la probabilidad de estar en una situación de fragilidad, pero a partir de las diversas fuentes de fondeo tradicional y no tradicional, de manera que sirvan dichas fuentes como variables explicativas de los episodios. Para entender el ejercicio, presentamos la forma funcional que tienen los modelos estimados.

$$v_t = \alpha + X_t \beta + \varepsilon_t \quad t = 1, \dots, T$$

En donde la variable (dicótoma) de fragilidad que se quiere explicar toma dos valores: $v_t = 1$ si hay fragilidad

financiera en el período t y $v_t = 0$ en el caso contrario. Por otra parte α es el intercepto, X_t recoge las diferentes fuentes de fondeo del crédito y ε_t es el término de error. Para capturar algunos factores macroeconómicos que afectan la vulnerabilidad financiera y que están por fuera de la hoja de balance se incluye un indicador líder de la actividad económica como única variable de control.

Antes de presentar los resultados, conviene hacer dos precisiones técnicas. La primera es que se incluyen siete variables explicativas (seis fuentes de fondeo y la variable de control) y para cada una de ellas se toma su información contemporánea y la de sus primeros 6 rezagos. La segunda es que para verificar si evidentemente existe un episodio de fragilidad a partir de los fondeos del crédito, es necesario definir un umbral mínimo a partir del cual la probabilidad estimada es relevante. La estimación de dicho umbral se hace endógenamente, tal que se minimice el hecho de cometer errores estadísticos graves.

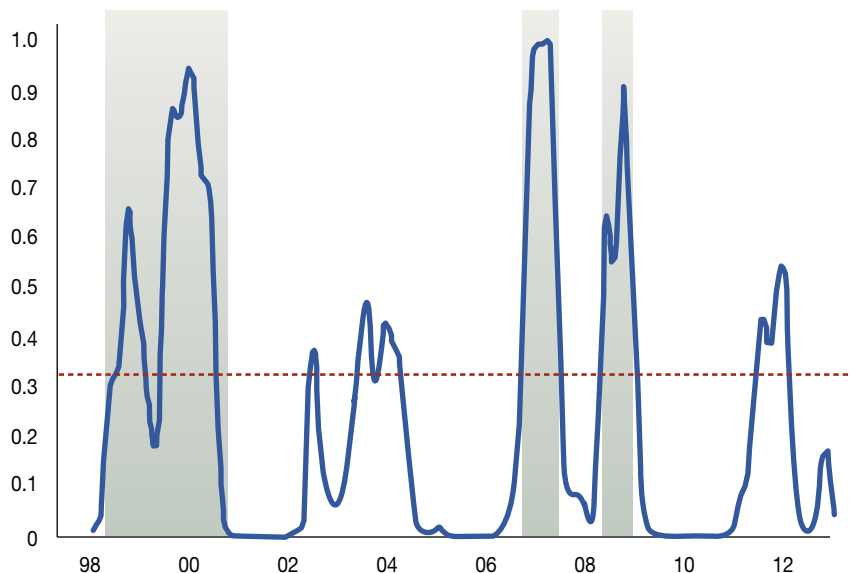
El gráfico 3 muestra los resultados del ejercicio. La línea sólida desplegada

entre 1996 y 2013 muestra la probabilidad estimada de estar en una situación de fragilidad financiera a partir de los fondeos del crédito, mientras que las áreas grises corresponden a los períodos de fragilidad identificados a partir de la información histórica de los riesgos. Por su parte, la línea discontinua horizontal define el umbral a partir del cual se pueden definir los episodios de vulnerabilidad con alta certidumbre. En otras palabras, con este umbral la probabilidad de detectar episodios de fragilidad financiera es del 88%, mientras que la probabilidad de no tener falsas alarmas es del 82%. Lo primero que se observa es que los resultados del modelo exhiben un excelente ajuste; es decir, que la probabilidad estimada coincide con los períodos de fragilidad identificados a partir de los riesgos. Nótese que la probabilidad toma valores altos en las áreas grises, mientras que es cercana a 0 en los otros casos. Mediante la pro-

² Guarín *et al.* (2014).

³ Shin y Shin (2011).

Gráfico 3. Fragilidad financiera estimada: Sector Bancario



babilidad estimada se identifican siete episodios de fragilidad a lo largo del período de estudio. Lo realmente llamativo es que tres de dichos eventos no son capturados por la variable dicótoma basada en riesgo: uno a mediados de 2003, otro en 2004 y, con una probabilidad más alta, otro al final de 2011. Estos resultados son muy importantes ya que sugieren que durante estos tres episodios el sistema bancario exhibió algún grado de vulnerabilidad a través de sus fuentes de fondeo, pero dichos eventos no fueron capturados por los riesgos tradicionales.

Respecto a los eventos registrados en la segunda mitad de 2003 y el primer semestre de 2004, resulta sugestivo señalar que se presentaron justo cuando se dio una importante expansión del crédito. Una mirada a los fondos no tradicionales muestra que ambos episodios están claramente asociados a las operaciones interbancarias. En el primero, los recursos externos también juegan un papel importante, resultado del proceso de recuperación de la eco-

nomía y los altos niveles alcanzados por la tasa de cambio.

Con respecto al episodio registrado en la segunda mitad de 2011 y el primer trimestre de 2012, parece estar asociado nuevamente con la fuerte expansión del crédito, junto con entradas de capital y altos precios de los activos. No sorprende que, en este caso, los recursos externos sean la principal fuente de fondeo no tradicional que eleva la probabilidad.

Para las variables seleccionadas por la técnica bayesiana como determinantes de la probabilidad de fragilidad, en el cuadro 1 se presentan las principales estadísticas: la probabilidad de inclusión (PIP), la media, la desviación estándar y la certidumbre del signo. En la segunda columna se indica si la variable seleccionada es contemporánea (L0) o rezagada (de L1 a L6). De acuerdo con los valores de la PIP más altos, las variables explicativas más importantes son el crédito externo (L1), el índice de actividad económica (L5), las operaciones interbancarias (L4, L6, L5), la liquidación de inver-

siones de portafolio (L4, L2, L1) y la emisión de bonos (L0).

Las fuentes de fondeo no tradicionales como el crédito externo, las operaciones interbancarias y el crédito de otros intermediarios locales impactan positivamente la probabilidad de estar en una situación de fragilidad, tal como se esperaba. El uso de los recursos provenientes de la liquidación de inversiones de portafolio tiene el signo esperado, confirmando la hipótesis de que el sistema bancario liquida las inversiones en renta fija para fondear los préstamos cuando estos se expanden. Presumimos que el signo negativo de la emisión de bonos está asociado a la solidez de las entidades financieras; es decir, que los bancos emitirían bonos particularmente cuando ellos están buscando fuentes para expandir su negocio (emprender nuevos proyectos), en lugar de emitir bonos para fondear nuevos préstamos. Un resultado no menos importante tiene que ver con que los depósitos tradicionales no aparecen como determinantes de la probabilidad.

Cuadro 1. Regresión logística del Sistema Bancario Colombiano

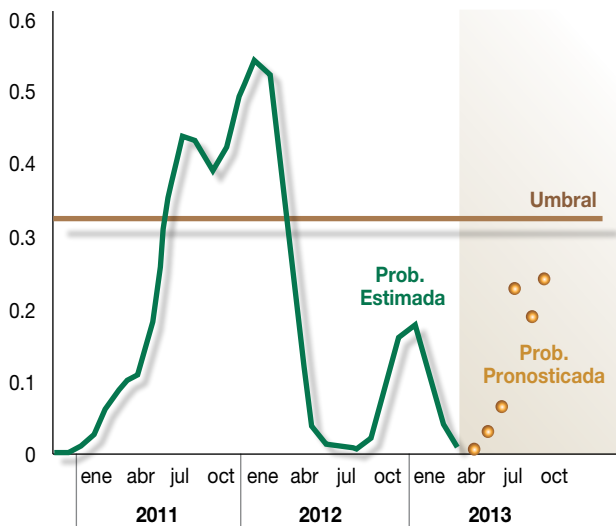
Variable	Rezago	Prob. de inclusión	Media Post	Desv Estandar Post	Certid. del signo
Constante		1.00	-3.69	0.66	0.00
Crédito Externo	L1	1.00	3.83	0.73	1.00
Act. Económica	L5	1.00	-1.26	0.24	0.00
Oper. Interbancarias	L4	0.96	1.87	0.69	1.00
Inversiones	L4	0.86	-0.48	0.26	0.00
Emisión Bonos	L0	0.84	-2.93	1.63	0.00
Oper. Interbancarias	L6	0.72	0.55	0.46	1.00
Oper. Interbancarias	L5	0.37	0.42	0.70	1.00
Inversiones	L2	0.35	-0.09	0.17	0.00
Inversiones	L1	0.34	-0.03	0.07	0.00
Oper. Interbancarias	L1	0.29	0.02	0.07	1.00
Inversiones	L5	0.24	-0.03	0.11	0.00
Oper. Interbancarias	L3	0.20	0.09	0.34	1.00
Emisión Bonos	L1	0.17	-0.54	1.29	0.00
Inversiones	L3	0.17	-0.09	0.24	0.00
Crédito Externo	L5	0.07	0.01	0.06	1.00
Crédito Externo	L6	0.06	0.01	0.09	1.00

Ejercicios de predicción

El ejercicio que se desarrolló en este trabajo puede ser utilizado para predecir la probabilidad de estar en un episodio de fragilidad financiera en el corto plazo (plazos menores a un año). Desde luego, este nuevo ejercicio de pronóstico provee una herramienta valiosa para monitorear la “salud” de corto plazo de los bancos individuales y del sistema agregado con el fin de anticiparse a posibles episodios de inestabilidad financiera.

En el gráfico 4 se muestran los resultados del pronóstico con la información disponible hasta marzo de 2013. Antes de esa fecha (línea sólida), lo que muestra el gráfico 4 es la probabilidad estimada que se reportó en el gráfico 3. La predicción se estima hasta seis meses después de dicha fecha de corte, de manera que cada uno de los puntos del lado derecho del gráfico 4 constituye un pronóstico con la información real a marzo.

Gráfico 4. Predicción de la probabilidad de fragilidad financiera



Por ejemplo, el modelo predecía que para octubre de 2013, es decir seis meses después de la fecha de corte, la probabilidad de que el sistema bancario se encontrara en una situación de fragilidad era del 25%, porcentaje que no sobrepasaba el umbral, con lo cual para ese horizonte de pronóstico los bancos gozarían de “buena salud”. El gráfico 4 también indica que todas las predicciones realizadas (desde abril hasta octubre de 2013) estaban por debajo del umbral estimado; por consiguiente, no había señales de inestabilidad bancaria en ese horizonte de tiempo. Este ejercicio de predicción se puede realizar para cada uno de los bancos para los que se tenga la información, con lo cual el monitoreo resulta valioso.



Medellín y Envigado
(57+4) 511 6199 Ext.:280

Barranquilla
(57+5) 319 9610 Ext.:112

Bogotá
(57+1) 601 4800 Ext.:245

Santa Marta
(57+5) 435 1818 Ext.:111

Info: lacero@coninsaramonh.com / lgaviria@coninsaramonh.com

Comentarios finales

El sistema bancario colombiano es de tamaño mediano, no es muy abierto internacionalmente y se encuentra en un proceso de profundización. Actualmente, sus activos representan algo más de una tercera parte del PIB (40%), situándose en el nivel promedio de las economías emergentes de América Latina. El creciente uso de recursos no tradicionales para proveer los préstamos, especialmente en las fases de expansión del crédito, parece ser una nueva característica de los bancos, con importantes implicaciones en términos de su fragilidad.

En este trabajo se ofreció evidencia sobre cómo el creciente uso de fondos no tradicionales para otorgar los préstamos, especialmente cuando estos se expanden, es una fuente potencial de fragilidad para los bancos. Entre los recursos no tradicionales con mayor relevancia se identifican los créditos externos y las operaciones interbancarias de corto plazo. La liquidación de las inversiones de portafolio que mantienen los bancos en títulos del Tesoro también apoya la concesión de préstamos.

El trabajo utilizó las hojas de balance desde diciembre de 1996 hasta marzo de 2013 en dos niveles: para el sistema bancario agregado y para los principales intermediarios (12 bancos, los cuales representan el 66% de los activos del sistema). Nuestra estrategia empírica implicó, en primer lugar, definir la fragilidad a partir de los indicadores usuales de riesgo. Allí se emplearon ocho indicadores que capturan cuatro categorías (de crédito, de liquidez, de rentabilidad y de solvencia). Subsecuentemente, se realizó el promedio bayesiano de las estimaciones de los modelos de regresión logística para calcular la probabilidad de que se presenten episodios de fragilidad, a partir de las fuentes de fondeo del crédito. La técnica también nos permitió hacer



predicciones de dichos episodios para el corto plazo.

El modelo propuesto identificó siete episodios de fragilidad financiera entre diciembre de 1996 y marzo de 2013. Lo que resulta una novedad es que tres de dichos eventos no son capturados por los indicadores usuales de riesgo, es decir que se registraron tres episodios durante los cuales el sistema bancario exhibió un grado significativo de vulnerabilidad, el cual se explica por el comportamiento de las fuentes de fondeo, que no fueron capturados por el monitoreo habitual de los riesgos.

En consecuencia, cambios en las fuentes utilizadas para fondear los préstamos podrían ser un elemento potencial de vulnerabilidad y su monitoreo proporcionaría una herramienta para prevenir eventos de inestabilidad. De hecho, con base en los resultados descritos, nuestra principal recomendación de política es que las autoridades competentes monitoreen las fuentes de fondeo del crédito a través de la técnica aquí propuesta, como medida precautelativa que lleve a evitar episodios de fragilidad de los establecimientos de crédito.

Finalmente, los resultados de este trabajo son coherentes con los hallazgos de la literatura internacional reciente, en donde se asocia tanto los ciclos de crédito como los eventos de inestabilidad financiera con la composición y dinámica de las partidas del pasivo del balance. De acuerdo con esta literatura, puesto que los depósitos

tradicionales no son suficientes para cubrir la demanda por préstamos durante las fases de expansión del crédito, los bancos buscan fondos no tradicionales como fuentes complementarias con otras implicaciones en términos de fragilidad. Nosotros llamamos la atención sobre el hecho de que, aparte del caso coreano, el análisis empírico sobre este tema en economías emergentes ha sido bastante limitado. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Damar H., M. C. y Terajima Y. (2010), "Leverage, Balance Sheet Size and Wholesale Funding", Bank of Canada Working Paper 39.

Guarin A., González A., Skandalis D. y Sánchez D. (2014), "An Early Warning Model for Predicting Credit Booms using Macroeconomic Aggregates", Ensayos sobre Política Monetaria Forthcoming.

Hahn J., Shin H. y Shin K. (2012), "Non-Core Bank Liabilities and Financial Vulnerability", NBER Working Paper 18428, National Bureau of Economic Research.

Hahn J.H., M. F. S. H. y Shin K. (2012), "Macroprudential Policies in Open Emerging Economies", NBER Working Papers 17780.

Huang R. y Ratnovski L. (2010), "The Dark Side of Bank Wholesale Funding", *Journal of Financial Intermediation* 20 (2), 248–263.

Shin H. y Shin K. (2011), "Procyclicality and Monetary Aggregates", NBER Working Paper 16836.

Proyecciones de gasto en salud 2012-2030

Mauricio Santa María Salamanca, Gabriel Piraquive Galeano y Anwar Rodríguez Chehade *



1. Situación del gasto en salud en Colombia

Colombia ha experimentado una gran mejora en los indicadores de calidad de vida, lo cual ha sido determinante en el proceso de transición demográfica y ha contribuido decisivamente en la estructura del sistema de salud adoptado en las últimas décadas.¹ Esta transición demográfica a su vez ha sido acompañada de un incremento significativo de la esperanza de vida al nacer, la cual entre 1985-1990 era en promedio de 70.3 años y para el periodo 2000-2005 fue de 72.8 años. A pesar de la situación de conflicto, el incremento de este indicador se explica por un cambio en el patrón epidemiológico caracterizado por la reducción de la importancia de este factor como causante de muerte de la población. Mientras que en el primer periodo mencionado anteriormente el conflicto y la violencia estaban en el primer lugar de causas de muerte en el país, entre 2000 y 2005 dejaron su posición a las enfermedades vasculares y cardíacas.

Como se mencionó anteriormente, la “calidad” de nuestra demografía se debe en buena parte a las mejoras en el acceso a los servicios de salud, entendiéndose aseguramiento, salud pública, mejora en la infraestructura del sistema y mejora en las coberturas de los servicios de agua y alcantarillado. Es así como la cobertura del sistema de salud en Colombia aumentó del 14.5% en 1990 al 95.3% en el año 2012. Este aumento en la cobertura se ha reflejado no solo en la mejora de los indicadores de reducción de la mortalidad y aumento de la esperanza de vida al nacer, sino en la mejora de otros indicadores como el aumento de años de vida saludable.

* Los autores son en su orden ex director del DNP, director de estudios económicos del DNP y subdirector de Salud del DNP. E-mail: gpiraquive@dnp.gov.co

¹ El régimen de salud existente antes de la Ley 100 de diciembre de 1993 estaba compuesto por un pilar de seguridad social, un pilar público y uno privado. Por su naturaleza, el funcionamiento era desarticulado, excesivamente centralizado en lo público y por ello resultaba altamente ineficiente. El subsistema de seguridad social se reducía al ISS, que aseguraba a los trabajadores del sector privado, las cajas y fondos públicos de previsión social, que atendían a los trabajadores o empleados públicos del sector público de los niveles nacional, departamental y municipal. Bajo esta modalidad la cobertura era muy baja como mencionamos anteriormente, pues apenas alcanzaba al 50% de los asalariados y se situaba en cerca del 20% con relación a la población total al incluir los regímenes especiales.

Colombia pasó de contar con 5 millones de afiliados al Régimen Contributivo en 1990 a 20 millones en el año 2012, excluyendo los regímenes especiales como defensa y magisterio. Por su parte, los afiliados al Régimen Subsidiado pasaron de 5.0 millones a 23.7 millones en el año 2012 (gráfico 1). Es importante mencionar que después del año 2003, la afiliación al Régimen Subsidiado sobrepasó la del Régimen Contributivo gracias a los mayores esfuerzos por parte del Estado para universalizar el acceso a la salud de la población más pobre y, de otra parte, por el lento avance en la formalización laboral de los trabajadores.

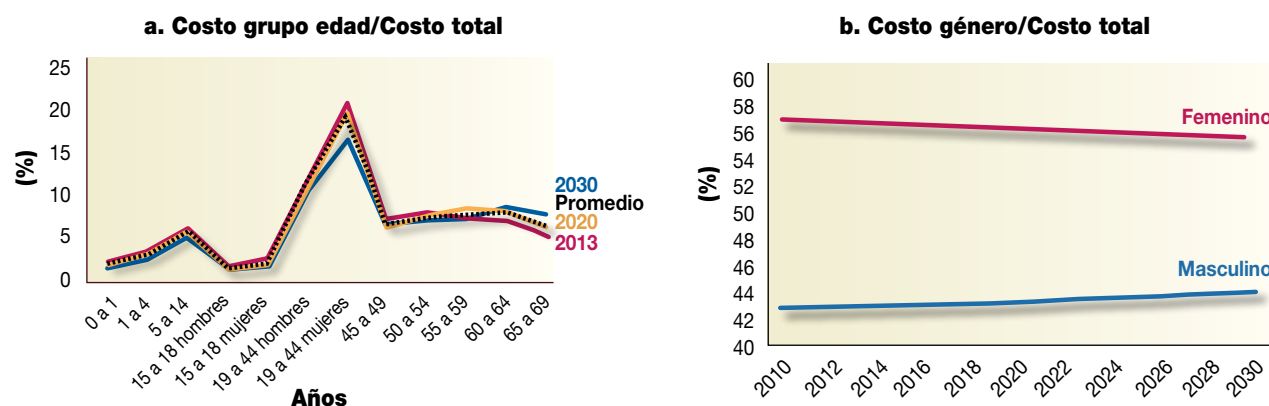
De esta forma, la tendencia muestra que el aumento en la cobertura se dio por cuenta de la política explícita del Estado de elevar la cobertura del Régimen Subsidiado, reduciendo los denominados «vinculados» atendidos con subsidios de oferta, y por la creación de incentivos para incrementar la formalización laboral, lo cual se ha traducido en mejoras en la cobertura del Régimen Contributivo. Sin embargo, es importante mencionar que a pesar de que la cobertura del sistema supera el 95.3%, a lo cual se adicionan los afiliados a los regímenes especiales de magisterio y defensa, entre otros, aún falta por afiliar a más de un millón de personas al Régimen

Subsidiado de acuerdo con lo señalado por el Ministerio de Salud.

Los mayores recursos destinados a salud, especialmente los recursos públicos, han permitido lograr resultados importantes en materia de cobertura, especialmente de la población más pobre y vulnerable. En efecto, mientras que la población colombiana pasó de 40 millones de personas en 2000 a 46 millones 2012, la cobertura total en salud aumentó de 22.3 millones a 44 millones en el mismo lapso, llegando al 95.3% de la población total. Este incremento en la cobertura se refleja de manera especial en el Régimen Subsidiado, en donde el número de afiliados se ha más que doblado, aumentando de 9.8 a 23.7 millones de afiliados entre 2000 y 2012. Por su parte, los logros en la cobertura del Régimen Contributivo también son importantes, al aumentar de 12.5 millones en el año 2000 a 20.1 millones en 2012. Estos resultados deberían haber sido mayores, pero debido a los problemas de dinamismo e informalidad en el mercado laboral no se logró un mayor nivel de cobertura. Hacia 2030 las proyecciones de población del Dane presentarán tendencias cuyo fundamento básico es la continuidad del proceso de transición demográfica de los últimos años. Es decir, se seguirán presentando reducciones en la tasa de fecundidad, las

cuales se explican por un creciente incremento en los procesos de urbanización, la participación de la mujer en el mercado laboral y la mayor utilización de métodos anticonceptivos, lo cual determinará incrementos en la edad promedio de fecundidad de las mujeres, sin dejar de lado las diferencias regionales evidenciadas. Por departamentos se espera que entre 2015 y 2025, aquellos con una TGF por debajo del promedio nacional (2.25) serán Antioquia (2.02), Atlántico (2.16), Bogotá D.C. (1.71), Caldas (2.04), Cundinamarca (2.11), Quindío (2.03), Risaralda (1.96), San Andrés (2.14), Santander (2.01) y Valle (1.94). Asimismo, las proyecciones estarán fundamentadas en la reducción sistemática de la mortalidad, asociada con los cambios en las causas de muerte y morbilidad y la reducción de la influencia del conflicto armado y la violencia, dando preponderancia a las causas biológicas. Por otra parte, la SMM se mantendrá creciente, pero su aceleración presentará disminuciones entre 2005-2010 y 2015-2025. Esto influirá en incrementos en la esperanza de vida al nacer. Por departamentos, aquellos con una esperanza de vida al nacer por encima del promedio nacional (75.2) en el período 2015-2025 serán Atlántico (75.5), Bogotá D.C. (78.0), Boyacá (75.3), Santander (75.4) y Valle (75.5).

Gráfico 1. Porcentaje del costo total por grupo etario (2013, 2020 y 2030) y porcentaje del gasto según género (2010-2030)



Fuente: DNP-DEE-DDS.

2. Modelo de proyección de gasto en salud

La alta incidencia fiscal de la salud y la crisis que afronta el SGSS desde 2009 plantearon la necesidad de desarrollar un modelo que permitiera proyectar los costos generados por el Sistema. El punto de partida fue el modelo DNPensión (Osorio *et al.*, 2005), el cual proyecta el costo fiscal del sistema de pensiones y cuya estructura básica de proyección demográfica y cálculo de sendas salariales se tomó como base para el modelo DNP_Salud.

El modelo DNP_Salud es un modelo contable discreto, basado en un componente demográfico que simula el comportamiento del sistema de salud colombiano a un horizonte de 50 años. Contiene diversos módulos de funcionamiento independiente, con la posibilidad de interactuar entre ellos.² Los resultados del modelo alimentan hojas de Excel en donde se calcula el componente financiero, lo cual lo convierte en un instrumento para calcular el costo de la salud de la población por grupo etario, región o por patología, así como el balance financiero del sistema de salud en el mediano y largo plazo.

Para dar fundamento al modelo se adelantaron estudios sobre caracterización de la trayectoria de las enfermedades en Colombia según edad, género y localización geográfica de las personas y verificando con base en la literatura existente y en los Registros Individuales de Prestación de Servicios en Salud - RIPS. En el marco de la validación y ajuste de la información de los RIPS se utilizaron las estadísticas vitales y los reportes de egresos hospitalarios.

Información

El modelo DNP_Salud utiliza cuatro componentes de información para



realizar los cálculos de costos del sistema. En primer lugar, se requiere información de afiliados y usuarios del sistema, la afiliación se obtiene directamente de la Base de Datos Única de Afiliados (BDUA); para calcular el número de usuarios se cruza el Registro Individual de Prestación de Servicios (RIPS) con BDUA, para el Régimen Subsidiado, y para el Régimen Contributivo se cruza la BDUA con información de prestaciones individuales de la base de prestaciones de la Asociación Colombiana de Empresas de Medicina Integral (Acemi). Se consideró usuario todo afiliado que hubiera hecho uso del servicio de salud en cualquiera de sus ámbitos y/o procedimientos por lo menos una vez en el año. Adicionalmente, se tuvo en cuenta la población afiliada a los regímenes de excepción usando las bases de datos disponibles de las fuerzas militares y el magisterio, estas bases fueron tomadas del modelo de pensiones y permiten calcular el número de cotizantes en estos regímenes. Finalmente, la población que se denomina vinculada se obtiene como residuo, al restar de la población proyectada oficialmente por el Dane la población afiliada al Régimen Subsidiado, al Régimen Contributivo y a los regímenes especiales y de excepción.

El segundo componente de información que utiliza el modelo DNP_Salud es el de proyecciones demográficas. Dado que el modelo utiliza infor-

mación hasta el año 2050 y que las proyecciones oficiales demográficas del Dane llegan a 2020, fue necesario empalmar dichas series con información del observatorio demográfico del Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social (ILPES) que presenta información hasta el año 2050. El tercer componente de información que se usa en el modelo se relaciona con las tablas de

mortalidad; actualmente se utilizan las tablas preparadas por la Superintendencia Financiera de Colombia para el año 2010.

Por último, el modelo calcula los costos de utilización de los servicios de salud a partir de la información obtenida gracias a un convenio con Acemi, de esta forma fue posible acceder a las bases de datos de prestaciones individuales de servicios de salud de las EPS agremiadas. La base de datos se dividió en procedimientos de Alto Costo y de No Alto Costo. Las enfermedades de Alto Costo son definidas mediante la Resolución 5261 de 1994, que dictamina cuáles son las enfermedades ruinosas o catastróficas en cuanto a diagnósticos o procedimientos. Adicionalmente, se utilizó la Clasificación Estadística Internacional de Enfermedades y Otros Problemas de Salud CIE-10 para determinar los diez diagnósticos más frecuentes para cada capítulo de la clasificación, de esta forma se calcularon costos diferenciando entre Régimen Contributivo, Régimen Subsidiado y población vinculada.

² El lenguaje de programación utilizado para el desarrollo del modelo es VISUAL FOXPRO (V 9.0), que utiliza programación orientada a objetos y optimización de *runtime*, lo que hace que el modelo sea eficiente y flexible a la hora de simular diferentes escenarios.

Metodología

Como se mencionó anteriormente, el modelo DNP_Salud fue desarrollado sobre la base del modelo DNPensión, el cual corresponde a un modelo recursivo, con flujos anuales con un horizonte a 50 años. Este es un modelo en el cual se pueden introducir choques en las frecuencias de uso, las tasas de cotización y el valor de la UPC. Los datos de entrada son del período observado de 2008. Año a año el modelo calcula para cada cohorte de personas:

- El número de personas que fallecieron.
- El valor de las cotizaciones realizadas por los afiliados al Régimen Contributivo.
- El valor de los aportes generados por las cuotas moderadoras y los copagos realizados por los afiliados al Régimen Contributivo y sus beneficiarios.
- El valor total de aseguramiento calculado a partir de la UPC y el número de afiliados.

Las tasas de mortalidad y fidelidad de realizar aportes al sistema se asumen constantes durante todo el horizonte de pronóstico. La UPC, los salarios promedio por edad simple y sendas salariales, las cuotas moderadoras y copagos se incrementan año a año al multiplicarse por uno más la tasa de inflación esperada.

Supuestos y parámetros

Para construir el modelo DNP_Salud se definen varios parámetros relacionados con las sendas salariales de la población y la fidelidad de la cotización; la definición de dichos parámetros involucra suponer ciertos comportamientos de la población. De esta forma, dado que se usó la BDUA para identificar la población afiliada al

sistema de salud, se distribuyó dicha población en 8 grupos por edad y género y se le asoció la senda salarial utilizada en el modelo de pensiones, bajo el supuesto de que las personas que realizan aportes a pensiones están obligadas a realizar aportes al sistema de salud. La base de datos utilizada para construir las sendas salariales es la de Asofondos, donde es posible identificar a las personas que se vincularon desde el inicio de su cotización al sistema pensional al Régimen de Ahorro Individual. Una vez realizada dicha identificación, se calcularon para estas personas los deciles de ingreso para edad y género. Las sendas salariales se basan en el ingreso promedio dentro de cada decil. Por su parte, las tasas de fidelidad se calculan para estos mismos deciles, debido a que la estimación de la correlación entre fidelidad y salario dio altamente positivo; se consideró coherente, por lo tanto, utilizar los mismos deciles para calcular las tasas de fidelidad. Las tasas de fidelidad se definen como el cociente entre semanas cotizadas y semanas de afiliación.

“La tendencia muestra que el aumento en la cobertura se dio por cuenta de la política explícita del Estado de elevar la cobertura del Régimen Subsidiado, reduciendo los denominados «vinculados» atendidos con subsidios de oferta, y por la creación de incentivos para elevar la formalización laboral.”

El gasto promedio del sistema se calcula por edad, género y ámbito procedimental para cada uno de los regímenes Subsidiado y Contributivo. De la misma manera el cálculo de frecuencias de uso se hace por género, edad y ámbito, y se define como el cociente entre usuarios y afiliados; este cálculo de frecuencias de uso se hace también para enfermedades de Alto Costo y de No Alto Costo. Otra variable que se determina en esta sección es Promedio de Uso, que se define como el promedio del número de servicios de salud demandados discriminando por edad, género y ámbito procedimental.

Otros parámetros de interés que se definen y utilizan en el modelo son: crecimiento real del salario mínimo, tasa de traslado entre regímenes, crecimiento del PIB.

Funcionamiento

El método de programación utilizado para el modelo es el de *rushmore* y consultas. Este método optimiza la utilización de las tablas de información, minimiza el número de reemplazos, y recarga el uso de la memoria RAM para la consolidación de los datos. En la actualidad, el modelo es el más completo desde el inicio de este proceso y sigue en continua revisión y desarrollo con una versatilidad que ha permitido modelar muchos de los escenarios planteados en el debate a la salud en corto tiempo, alterando tan solo las variables necesarias, sin modificar desde ningún punto de vista la estructura general del modelo.

El ciclo principal de los módulos se realiza año a año entre 2009 y 2050, ciclo que a su vez se encuentra dividido en cuatro subpartes. La primera se ocupa de los afiliados actuales del sistema y de los nacimientos, evalúa las eventualidades por muerte y el envejecimiento de la población; la segunda calcula el número de usua-

rios y el gasto total; la tercera calcula los aportes, estima el valor de los copagos y cuotas moderadoras y el gasto en aseguramiento; la última subparte efectúa el reemplazo de la población.

Actualmente las proyecciones se realizan dentro de una estructura de control *for* cuyo contador hace referencia al año (2009-2050). Dentro del *for* se van invocando subrutinas que se explican en su orden de aparición dentro del código a continuación.

3. Principales resultados

En el cuadro 1 se presentan los resultados de la proyección del gasto en salud tanto para el RS como para el RC entre el año 2010 y 2030. En el año 2012 el gasto en salud representaría el 4.0% del PIB. A 2021, en un período de 9 años, el gasto se incrementaría en 1 punto del PIB y en el año 2030, período final del escenario, alcanzaría el 6.2% del PIB esperado. Prácticamente el gasto en salud aumentaría 1 punto del PIB por década.

En cuanto al costo por grupo etario, el modelo pronostica que el porcentaje de gasto en el que se incurriría por cada grupo disminuiría en las personas menores de 50 años y se incrementaría en los últimos cuatro grupos (gráfico 1, izquierda). Por otra parte, el porcentaje de gasto en el género femenino se mantiene por encima del de los hombres con una brecha promedio de 13 puntos porcentuales, aunque dicha brecha se va a acortando al pasar del tiempo. En 2010 el porcentaje de gasto

en mujeres fue del 57% y el de los hombres del 43%, mientras que al final del horizonte de pronóstico para las mujeres baja 1 punto, es decir pasa a ser del 56% y, por lo tanto, el gasto de los hombres representaría el 44%.

En términos generales, el costo per cápita se incrementa a través del horizonte de pronóstico, como se esperaba. También hay un aumento a medida que la población tiene más años de edad, con excepción de los bebés menores a un año que demandan

un total de servicios en salud más costoso que cualquier adolescente menor de 19 años o incluso que un hombre menor a 45 años. Es importante resaltar que un adulto mayor a 75 años tendría una prima anual de hasta cuatro veces más que una persona entre los 19 y 44 años. Se está hablando de costo per cápita porque sería el costo por cabeza afiliada al sistema de salud, es decir cuánto de los recursos se deberían destinar por afiliado según lo sugiere el modelo.³

Cuadro 1. Proyección del gasto de salud como porcentaje del PIB (Precios 2012)

Año	Millones de pesos constantes de 2012			% del PIB		
	RC	RS	Total	RC	RS	Total
2010	14.217.152	8.462.493	22.679.645	2.46	1.46	3.93
2011	15.436.477	9.127.087	24.563.564	2.45	1.45	3.89
2012	16.68.648	9.805.433	26.424.081	2.51	1.48	4.00
2013	17.875.541	10.548.355	28.423.896	2.59	1.53	4.11
2014	19.215.724	11.339.120	30.554.844	2.66	1.57	4.23
2015	20.638.900	12.186.095	32.824.995	2.74	1.62	4.35
2016	22.148.244	13.093.816	35.242.060	2.81	1.66	4.47
2017	23.751.980	14.053.704	37.805.685	2.88	1.71	4.59
2018	25.456.948	15.067.746	40.524.694	2.96	1.75	4.71
2019	27.281.449	16.148.038	43.429.487	3.03	1.80	4.83
2020	29.204.618	17.306.739	46.511.357	3.11	1.84	4.95
2021	31.267.164	18.529.352	49.796.506	3.18	1.89	5.07
2022	33.451.637	19.814.150	53.265.787	3.26	1.93	5.19
2023	35.768.152	21.173.216	56.941.367	3.33	1.97	5.31
2024	38.235.065	22.646.158	60.881.224	3.41	2.02	5.43
2025	40.829.782	24.209.616	65.039.398	3.49	2.07	5.55
2026	43.608.461	25.869.681	69.478.142	3.56	2.11	5.68
2027	46.557.461	27.640.348	74.197.809	3.64	2.16	5.80
2028	49.679.359	29.522.039	79.201.399	3.72	2.21	5.92
2029	53.000.458	31.539.680	84.540.138	3.79	2.26	6.05
2030	56.505.907	33.657.455	90.161.362	3.87	2.31	6.18

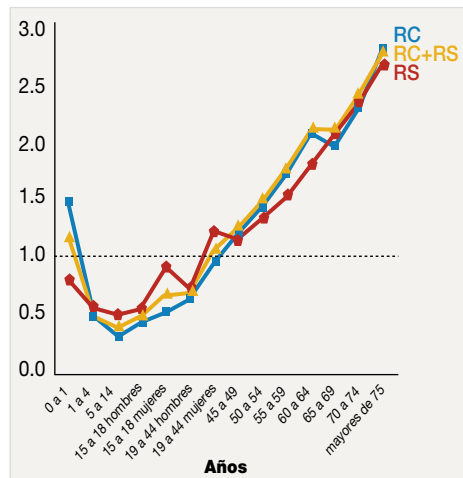
Fuente: cálculos DNP-DEE-DDS.

³Vale la pena aclarar que esta aproximación no hace referencia a una prima de aseguramiento en la medida en que no contempla la estimación recursiva del IBNR. En este sentido únicamente hace referencia a una proyección de costos per cápita basada en una estructura de utilización de servicios de salud.

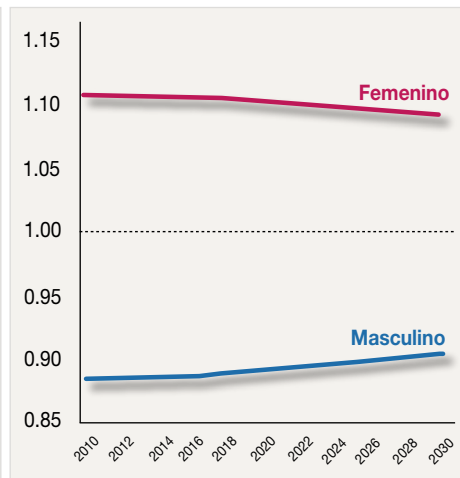
El cociente entre el costo promedio per cápita para cada grupo etario y el promedio total del año 2013 muestran que, indistintamente cual sea el régimen de afiliación, para los recién nacidos y los mayores a 19 años se debería destinar una prima mayor al promedio, que para 2012 representa \$667.256 (Gráfico 2, izquierda). El comportamiento entre grupos etarios y regímenes es el mismo en términos generales si se observa según regímenes, aunque los niños menores a 1 año del RS demandan una prima menor que el promedio según los cálculos del modelo. Las mujeres mantienen la tendencia a demandar una prima mayor al promedio calculado que los hombres, pero esta va disminuyendo a través del tiempo. Para todo el horizonte de pronóstico,

Gráfico 2. Escenarios de costo per cápita por grupo etario y por género

a. Costo promedio per cápita grupo/ Costo promedio per cápita total (2013)



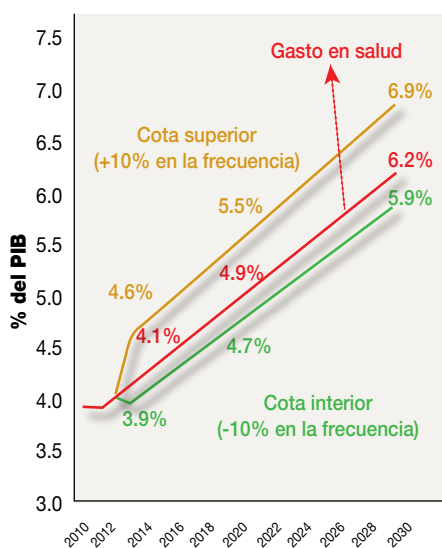
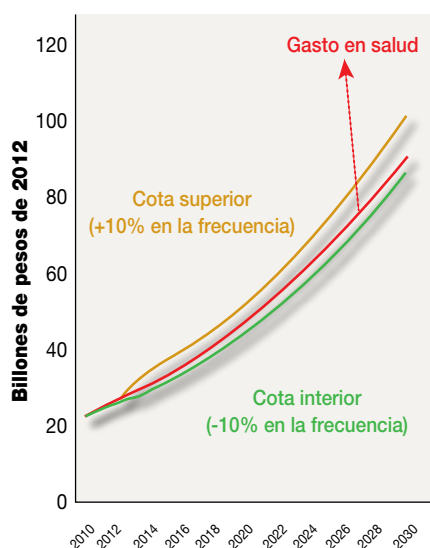
b. Costo per cápita genero/ Costo per cápita total (2010-2030)



Fuente: DNP-DEE-DDS.

el modelo sugiere como ponderadores de la prima de aseguramiento para las mujeres 1.1, mientras que para los hombres 0.9 (Gráfico 2, derecha). Un sencillo ejercicio de simulación se presenta cuando se modifican las frecuencias de uso un 10% por debajo o por encima de su valor inicial. Como lo muestra el

Gráfico 3. Escenarios de simulación
Aumento y disminución de la frecuencia de uso en un 10% (2010-2030, precios 2012)



Fuente: DNP-DEE-DDS.

Gráfico 3, el intervalo que se construye con estas dos cotas no es simétrico alrededor del gasto total calculado a partir de las frecuencias observadas. Se puede señalar que si la frecuencia de uso se multiplica por 1,1 para todas las edades, géneros y ámbitos, el efecto en el gasto es mucho mayor que si estas se multiplican por 0.9.

Cuando las frecuencias de uso disminuyen en un 10%, el gasto en salud con respecto al PIB disminuye del 4.1% al 3.9% en 2013, y del 4.9% al 4.7% en 2020. Para el año 2030 la diferencia es de 0.3 puntos porcentuales bajando del 6.2% al 5.9% del PIB. Por otro lado, si las frecuencias de uso aumentaran en un 10% el gasto en salud, en puntos del PIB subiría 0.5 puntos en 2013, pasando del 4.1% al 4.6% del PIB. Para 2020 el incremento sería de 0.6 puntos, incrementándose del 4.9%

al 5.5%. En 2030, el incremento del gasto en salud pasaría del 6.2% al 6.9% del PIB (Gráfico 3).

4. Conclusiones y recomendaciones

A partir de los antecedentes en lo que respecta a la evolución y comportamiento del sistema de salud en los últimos años, se presenta la estructura de un modelo de proyección del gasto en salud. Utilizando la información disponible con base en el año 2008 y teniendo como fundamento la actualización demográfica y de ingresos del modelo DNPensión, se construye una estructura recursiva de actualización de afiliados, usuarios y costos del SGSSS que permite que dichas proyecciones se hagan hasta el período 2030. Con base en esta estructura se espera que el gasto en salud se incremente aproximadamente en 1 punto del PIB en cada década y que dicho incremento se explique principalmente por los grupos etarios de los menores de 1 año y de los mayores a 19 años. El modelo es altamente sensible a cambios en las frecuencias de uso del sistema, en particular ante incrementos de estas.

Este modelo, desarrollado entre 2009 y 2011, tuvo básicamente dos limitantes. La primera fue el acceso a información consistente y actual, y la segunda el programa en el cual fue desarrollado. En cuanto a la primera limitante, en aquel entonces la DEE (Dirección de Estudios Económicos) se encontraba en un primer acercamiento a la información del sector de la salud y la búsqueda de información consistente y validada. Ante todos los obstáculos de aquel entonces, se logró obtener por parte de Acemi una base de servicios en salud que mal que bien era un insumo para desarrollar la parte de utilización y costos dentro del modelo. La depuración de los datos



“ Se espera que el gasto en salud se incremente aproximadamente en 1 punto del PIB en cada década y que dicho incremento se explique principalmente por los grupos etarios de los menores de 1 año y de los mayores a 19 años. ”

dio lugar a un trabajo exhaustivo que disminuyó la información recibida, la cual ya venía cortada por el gremio, el cual solo entregó los reportes de 12 EPS. Actualmente las barreras para acceder a datos más confiables y validados se han superado gracias al apoyo del Ministerio de Salud y Protección Social, que ha dispuesto su completa colaboración para mejorar el modelo DNP_Salud al brindar insumos que permitan incluir aspectos epidemiológicos en las estimaciones. Frente a la segunda limitante, el DNP cuenta ahora con licencias de *software* más adecuado y eficientes, con capacidad para manejar grandes volúmenes de datos, lo que lo hace apropiado para desarrollar este tipo de modelos.

En este sentido, se espera que la segunda versión del modelo DNP_Salud sea

más útil y significativa para todas las entidades en la toma de decisiones de política pública y de sostenibilidad financiera. Es por esto que en su segunda versión se han realizado talleres donde se van delimitando los alcances del modelo, pero al mismo tiempo se van abarcando las necesidades de los respectivos beneficiarios. Hasta el momento se continúa avanzando en la exploración de la información disponible, en la redefinición de las unidades de observación que se tendrán en cuenta y en precisar el componente macroeconómico. El propósito es tener una versión dinámica del modelo y que sea ajustable para hacer análisis de sensibilidades que permitan analizar de manera adecuada los impactos de los ajustes normativos que puede incluir el Congreso de la República. AINIF

Profundización financiera y fondeo bancario *

Autor: ANIF*

A raíz de las discusiones que se vienen dando sobre la conveniencia de desmontar el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), Anif considera útil poner de presente los daños que en materia de desintermediación financiera nos ha causado dicho ITF desde su adopción en 1998. En la propuesta de reforma tributaria para el período 2014-2018 también hemos argumentado las ventajas que generaría el desmonte de dicho ITF en materia de ganancias en eficiencia del recaudo, tanto en Imporrenta como en IVA, si tan solo lográramos reducir el uso del efectivo a sus promedios históricos pre-ITF de 1998 (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-impuestos0614.pdf>).



Profundización financiera en Colombia

Durante 1950-1970, la demanda por dinero se focalizaba en elementos “transaccionales puros”, tales como M1 (efectivo + depósitos en cuentas corrientes). Posteriormente, durante los años setenta, se inició el proceso de profundización financiera con la aparición de las “innovaciones financieras”, las cuales fueron ampliando el espectro de los llamados “cuasidineros” y del ahorro (propriadamente dicho), restándole importancia a los

componentes transaccionales. Como consecuencia de ello, la relación M1/PIB empezó a disminuir, pasando del 16.1% en 1970 al 13.3% en 1980. El indicador M2/PIB se elevó del 18.9% a niveles superiores al 27% durante los años ochenta, como resultado de la llamada “liberalización financiera” del período 1980-1990. Después vendría una importante fase de profundización del mercado de capitales, a partir de mediados de los años noventa, cuando se presentaron cambios financieros estructurales. Primero, se inició un proceso de apertura comercial frente a los

mercados financieros internacionales. Segundo, se crearon los fondos privados de pensiones (Ley 100 de 1993), lo cual habría de facilitar la disponibilidad de ahorro a largo plazo. Y, tercero, de acuerdo con la Constitución de 1991, se creó una Junta Independiente del Banco de la República (BR), cuyo

* El equipo de Anif estuvo liderado por Sergio Clavijo. Participaron David Malagón y Ekaterina Cuéllar. E-mail: sclavijo@anif.com.co

mandato primordial (pero no único) ha sido el de controlar la inflación en un marco de coordinación con el Ejecutivo. Esto último, junto con la adopción del esquema de Inflación Objetivo (I-O), le ha permitido a Colombia llevar la inflación a niveles de un dígito a partir del año 1999 y a la franja del 2%-4% durante el período 2010-2014, lo cual ha facilitado la extensión de plazos de los instrumentos financieros y la reducción de las tasas de interés reales.

A pesar de los mencionados avances en el proceso de profundización financiera de Colombia, se registró un retroceso con la introducción del ITF en 1998. Dicho impuesto se creó como una contribución “temporal” del 0.2% para enfrentar la emergencia económica de 1998-1999. Sin embargo, el ITF se volvió un tributo cuasipermanente con la Ley 1111 de 2006 y alcanzó la onerosa tasa del 0.4%. El Gobierno Nacional había aprobado su desmonte gradual durante 2014-2018 (al 0.2% en 2014-2015 y al 0.1% en 2016-2017), según lo previsto en la Ley 1430 de 2010. Sin embargo, las presiones fiscales derivadas del Pacto Nacional Agrario provocaron un aplazamiento de dicho desmonte hacia 2015-2018 (al 0.2% en 2015 y al 0.1% en 2016-2017), de acuerdo con la Ley 1694 de 2013 (ver *Informe Semanal* No. 1215 de abril de 2014). Dichas distorsiones del ITF se han visto reflejadas en los distintos agregados monetarios, afectando su composición a favor del efectivo. La relación M1/PIB, que venía cayendo desde 1974, reversó esta tendencia y alcanzó un valor del 12% en 2013, nivel muy similar al observado al comienzo de la década del ochenta. En cuanto a la compo-

“Anif considera que la eliminación total del ITF es fundamental para: i) agilizar el proceso de profundización financiera; ii) retomar la eficiencia de la tributación general en Colombia; y iii) lograr avances significativos en la inclusión financiera.”

sición de M1, se evidencia un aumento de la participación del efectivo del 37% en 1997 al 47% en 2013, mientras que la de las cuentas corrientes se redujo durante el mismo período (63% vs. 53%), ver gráfico 1.

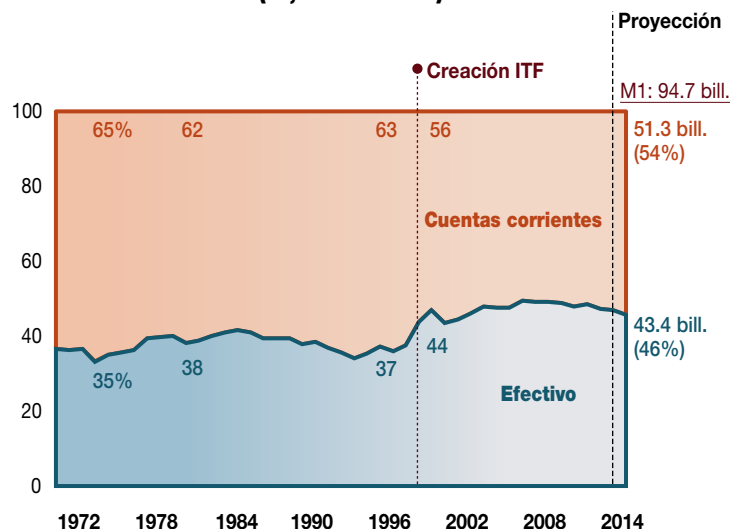
Por su parte, los indicadores M2/PIB y M3/PIB se han venido incrementando, como consecuencia de la profundización financiera. No obstante, dicha tendencia ha sido un poco más lenta, luego de la introducción del ITF y de la ligera corrección a la baja por efecto de la crisis de 1998-1999. En lo referente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

un aumento considerable en la de las cuentas de ahorro.

Por tales motivos, Anif considera que la eliminación total del ITF es fundamental para: i) agilizar el proceso de profundización financiera; ii) retomar la eficiencia de la tributación general en Colombia; y iii) lograr avances significativos en la inclusión financiera. Esto implica que los recaudos del ITF (cerca del 0.6% del PIB) deberán sustituirse por tributos del Imporrenta y del IVA, mejorando su base y, en el caso del IVA, elevando su tasa general del 16% hacia el 17%-18%. Solo de esta manera las medidas regulatorias que buscan mejorar la inclusión financiera podrían tener éxito.

Comparaciones internacionales con Perú, Brasil y Chile

Gráfico 1. Evolución de la composición de M1 (% , 1970-2014)



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

En lo referente a la relación M1/PIB, dicho indicador en Perú resulta actualmente similar al observado en Colombia, cercano al 11% (ver cuadro 1). Más aun, en Perú se registra una mayor participación del efectivo (54% vs. 47% en Colombia). Ello obedece a la dolarización y al elevado grado de informalidad de dicha economía. En Brasil, la relación M1/PIB

es del 7% (con una composición similar a la de Colombia: 46% en efectivo y 54% en cuentas corrientes), lo cual está relacionado con la existencia del Impuesto sobre las Operaciones Financieras (IOF). En contraste, en Chile, la relación M1/PIB es mayor (16%) y se observa una menor participación del efectivo (21%), lo cual indica que los bancos utilizan a su favor el “señoraje” o el “multiplicador” derivado de los mayores recursos captados a través de las cuentas corrientes (79% de M1). Con respecto a M2/PIB, en Colombia este indicador (44%), aunque es superior al observado en Brasil (40%) y similar al de Perú (44%), resulta inferior al registrado en Chile (60%). Con relación a M3/PIB, Colombia registra menores niveles frente a los países analizados (48% en Colombia vs. 58% de Perú, 101% de Chile y 79% de Brasil). En Perú, esto se explica por la ampliación de dichos agregados monetarios por efecto de los instrumentos de ahorro denominados en dólares, particularmente en el caso de M3. En Chile, los niveles de estos indicadores obedecen al elevado grado de profundización de su sistema financiero, donde la relación Cartera/PIB es del 78% (casi el doble de la de Colombia). Dicha profundización también se evidencia en el caso de Brasil vía M3, a pesar de la existencia del IOF. En efecto, en este país la relación M3/PIB pasó del 47% en 2002 al 79% en 2013, lo cual ha apalancado el dinamismo de la economía en los últimos años y ha llevado la relación Cartera/PIB al 55%. No obstante, dicho proceso ha generado elevados costos recientemente (crecimiento potencial por debajo del 3% y una inflación del orden del 6%). Cabe aclarar que, en Brasil, la diferencia entre M2/PIB y M3/PIB obedece a que en este último agregado se incluyen las cuotas de fondos de inversión y los acuerdos de recompra con títulos valores de nivel federal.

Cuadro 1. Comparación internacional (2013)

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

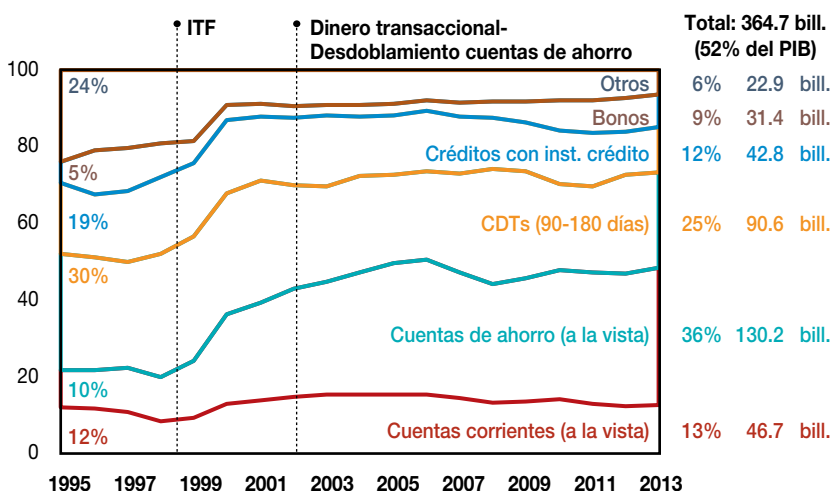
Fuente: cálculos Anif con base en FMI, Banco Centrales y Superintendencias de cada país.

La estructura del fondeo de la banca colombiana

Hacia 1995, el pasivo de los Establecimientos de Crédito (EC) era del orden del 45% del PIB en Colombia. Las fuentes de fondeo más representativas eran: CDTs (30% del total), otros (24%) y créditos con otros EC (19%). En contraste, los pasivos con menores

participaciones eran las cuentas corrientes (12%), las cuentas de ahorro (10%) y los bonos (5%), ver gráfico 2. Durante 2007-2009, se introdujeron varios cambios regulatorios relacionados con los encajes, lo cual generó un aumento en la participación de los CDTs dentro del total del pasivo de los EC, pasando del 26% al 28% en dicho período. En contraste, la participación

Gráfico 2. Evolución de la composición del pasivo de los establecimientos de crédito (% , 1995-2013)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

de los depósitos a la vista (cuentas corrientes y de ahorro) se redujo ligeramente del 47% al 46%.

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

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

A nivel de tasas de interés, se tenía que, al cierre de 2013, la tasa pasiva total de los EC fue del 3.3% nominal. Por instrumento de captación, se observa una elevada variabilidad en los costos, lo cual está asociado al plazo y al tipo de Agente Proveedor de Liquidez (APL). Las mayores tasas se registraron en los títulos de deuda (6%) y los créditos con otros EC (4.4%), mientras que los depósitos exhibieron el costo más bajo (3.1%). En términos reales, la tasa del pasivo total ha venido disminuyendo desde finales de 2012 y cerró en el 1.3% en 2013. Ello se explica principalmente por la política monetaria expansiva que adoptó el BR durante 2012-2013. Cabe destacar que, al observar el comportamiento de las tasas implícitas durante los últimos años, son evidentes algunos períodos en los que el costo del fondeo estuvo cercano al cero real e inclusive fue

negativo. En efecto, la tasa pasiva total promedió un -0.1% real en 2005-2013. Por su parte, los niveles más altos de dicha tasa se registraron en 2009-2010, después del estallido de la crisis financiera internacional de finales de 2008.

Si bien es cierto que, en términos generales, dichas tasas siguen la trayectoria de la repo-central, cabe destacar el rezaque que se presenta en el costo implícito de los CDTs frente a su tasa de referencia DTF, dependiendo del ciclo de la política monetaria. En efecto, durante la fase contraccionista de 2006-2008, la tasa repo se incrementó en 400pb, lo cual conllevó a un aumento en la DTF de 370pb y de 170pb en la tasa de

dada la magnitud de sus depósitos y las necesidades de apalancamiento del sistema bancario. Por su parte, durante la fase de expansión monetaria de 2012-2013, cuando la repo-central acumuló reducciones de 200pb, nuevamente la brecha CDTs-DTF disminuyó hacia niveles de 0-180pb.

Durante 2009-2013, el saldo de las cuentas corrientes de los EC estuvo notablemente concentrado en las personas jurídicas. De esta manera, al cierre de 2013, las personas jurídicas representaron el 90% (\$42.1 billones) del saldo total captado con dicho instrumento frente al 10% (\$4.7 billones) de las personas naturales. En contraste,



los CDTs. Esto implicó que la brecha CDTs-DTF se redujera hacia niveles del orden de 0-140pb. En contraste, durante el ciclo expansionista de finales de 2008 y comienzos de 2010, la tasa repo disminuyó en 700pb, generando una reducción de 600pb en la DTF, pero de tan solo 290pb en la tasa de los CDTs. Ello amplió notablemente la brecha CDTs-DTF, la cual incluso llegó a ser de 440pb en julio de 2009. Aparentemente, parte de dicho diferencial se puede explicar por “el poder de mercado” que ejercen los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias), arrastrando también a las grandes empresas del sector real a la hora de negociar la tasa remuneratoria de sus CDTs con los EC,

las personas naturales concentran el 69.4% (2 millones) del número total de cuentas corrientes frente al 30.6% de las jurídicas (0.9 millones). Este comportamiento también se observa en el número de clientes. Allí, un 73.9% del total son personas naturales (1.9 millones), mientras que el 26.1% restante son personas jurídicas (0.7 millones). De esta manera, el 26.1% de los clientes (personas jurídicas) suministra el 90% de los recursos de las cuentas corrientes. Esto sugiere un alto grado de concentración en los clientes empresariales, así como una elevada atomización de las captaciones de las personas naturales (73.9% de los clientes con apenas el 10% del saldo total). De la misma manera que ocurre con

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

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

Nuevos instrumentos de fondeo vía mercado de capitales (a manera de conclusión)

Por último, cabe señalar que la financiación a través de instrumentos del mercado de capitales ha venido ganando dinamismo gracias, entre otros factores, a los avances en el plano regulatorio. En este sentido,

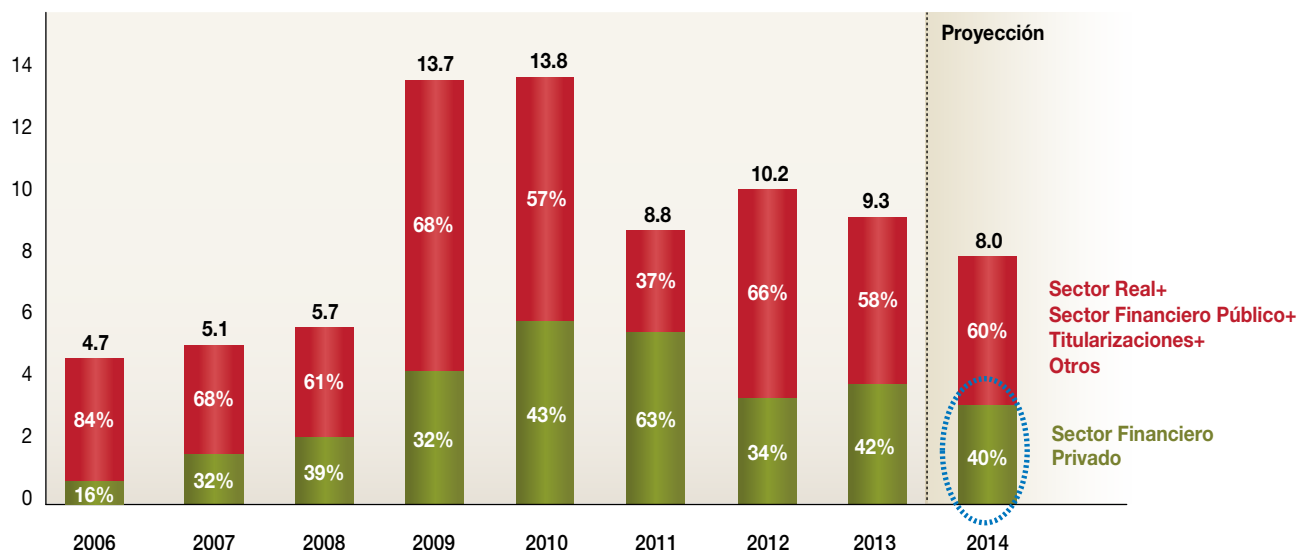


la Ley 964 de 2005 marcó un hito en materia de consolidación de la seguridad jurídica para los diversos instrumentos. Un impulso particular se ha registrado en los bonos corporativos. Las emisiones de estos instrumentos se elevaron de \$4.7 billones en 2006 (1.2% del PIB) a un récord de \$13.8 billones en 2010 (2.5% del PIB), prácticamente duplicándose en cuestión de cuatro años. No obstante, dichas colocaciones se han ido moderando a niveles de \$10.2 billones en 2012 (1.5% del PIB) y de \$9.3 billones en 2013 (1.3% del PIB), ver gráfico 3. Por el lado de la demanda, los inversionistas institucionales han jugado un papel fundamental en el desarrollo del mercado de estos títulos. En el caso de

las AFPs, sus portafolios de pensiones obligatorias manejaron el equivalente al 20% del PIB en 2013. Cerca del 40% de esos portafolios estuvo dedicado a la deuda pública (un 7.6% del PIB), un 28% a la renta variable local (un 5.3% del PIB) y un 5% a los bonos privados locales (un 1% del PIB). Por el lado de las fiduciarias, los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) administrados concentran cerca del 80% (2.5% del PIB) de sus portafolios de inversiones en renta fija. Dentro de dichos portafolios, el 91% (2.3% del PIB) corresponde a deuda emitida por el sector privado.

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

Gráfico 3. Emisión de Bonos Corporativos Totales (\$ billones, 2006-2014)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.



Dinámica del sector edificador y la política de vivienda en Colombia*

El Dane reveló que el PIB-real de Colombia se había expandido a la sorprendente tasa del 6.4% anual durante el primer trimestre del año 2014. Dicho resultado se ubicó muy por encima de las expectativas del mercado (+5.2%) y de lo que venía pronosticando Anif (+5.0%), según nuestra proyección basada en indicadores líderes de tres meses atrás (ver AL/No. 91 de abril de 2014). Una de las mayores sorpresas provino, nuevamente, del sector de la construcción, al crecer a una tasa del +17.2% frente al 7.9% esperado.

Este crecimiento se explica tanto por el excelente desempeño del subsector de obras civiles (+24.8% vs. +8.7% esperado), como por el buen comportamiento de las edificaciones (+7.9 vs. +6.9%). En efecto, la construcción completa tres años de crecimientos favorables (+8.2%, +6% y +12% durante 2011, 2012 y 2013, respectivamente), impulsada tanto por las políticas de la Administración Santos-I como por cierta desazón con los portafolios financieros (efectos del llamado “tapering” de la Fed y anteriormente por los “contagios” resultantes de la quiebra de Interbolsa).

En esta edición analizaremos los programas de impulso gubernamental a la vivienda. En particular, mostraremos su impacto por el lado de la oferta (incluyendo la “vivienda gratis”) así como por el lado de la demanda (subsidios a la tasa de interés).

Política de vivienda en Colombia (2009-2014)

Actualmente, Colombia cuenta con cuatro programas de impulso a la vivienda, a saber: i) vivienda gratuita (Ley 1537 de 2012), dirigido a población vulnerable; ii) subsidio a la tasa de interés para VIP y VIS (FRECH-II), para hogares con ingresos de hasta 8 SML; iii) subsidio a la tasa de interés para No VIS entre 135 y 335 SML (FRECH III-PIPE); y iv) programa para ahorradores (VIPA/PIPE) de hogares con ingresos entre 1 y 2 SML. Veamos sus componentes, con algún detalle.

Programa de vivienda gratuita

El programa de 100.000 viviendas gratuitas tenía como objetivo permitir

que hogares vulnerables, sin acceso al crédito y/o muy baja capacidad de ahorro, pudieran adquirir vivienda propia. Según el Ministerio de Vivienda, el 75% de los beneficiarios de este programa hace parte de población desplazada, víctimas del conflicto y afectados por la ola invernal que azotó al país durante 2011-2012.

Su costo fiscal ascendió a \$4.4 billones (0.7% del PIB). Las estimaciones de Anif nos indican que pudo haberse generado una expansión adicional sobre el PIB-real de las edificaciones de hasta un 0.3% durante 2013. Si bien está de por medio un efecto de bienestar para la población más

* Corresponde al *Reporte Anif Sector Construcción* No. 161 de agosto de 2014.

pobre, nótese que en este caso “el sacrificio fiscal” supera su impacto sobre la aceleración del PIB-real.

Subsidio a la tasa de interés para VIS, VIP y No VIS

Estos programas se acentuaron en 2009 como medida contracíclica para enfrentar los efectos derivados de la crisis internacional de 2008, bajo el formato del FRECH-I. Durante 2010-2011, se tuvo un costo de \$1.3 billones. La segunda fase (FRECH-II) se impulsó en 2012, generando un costo de \$1.4 billones. Esta tuvo la peculiaridad de limitarse a compras VIS-VIP, donde el subsidio a la tasa de interés permitió reducirla en 4-5 puntos porcentuales (pp). Los desembolsos totalizaron 74.735 créditos por valor de \$2.5 billones. Hay que resaltar que, en este caso, el valor de las viviendas adquiridas alcanzó los \$4.2 billones, luego “el sacrificio fiscal” alcanzó para multiplicar por tres el valor de los bienes adquiridos que habrían de impulsar el PIB-real.

Finalmente, desde abril de 2013, el denominado FRECH-III se impulsó como parte del llamado Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo

“Es mejor aplicar la fuerza contracíclica sobre los programas de subsidio a la tasa y no tanto en los programas de regalos de vivienda.”

(PIPE). El programa estaba dirigido a estimular la compra de vivienda entre 135 y 335 SML, por medio de un subsidio de 2.5pp a la tasa de interés. Este subsidio solo aplicaba para aquellos créditos cuya tasa nominal fuera de máximo el 9.5%, lo que llevó a que el agregado de las tasas de crédito hipotecario disminuyeran de forma considerable (ver gráfico 1). Con un costo fiscal de \$430.000 millones, según estimaciones del Ministerio de Hacienda, el programa logró apalancar ventas de vivienda por un valor de \$4.1 billones. *En este caso se está hablando de un factor multiplicador sobre los bienes adquiridos y que mueven el PIB-real de casi 10 veces, lo cual le da sustento a la hipótesis*

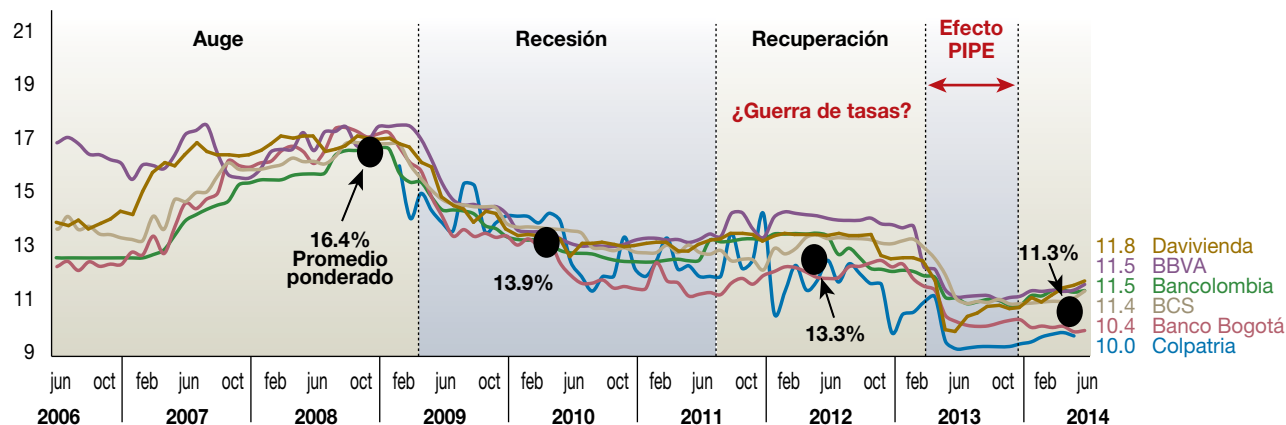
de que es mejor aplicar la fuerza contracíclica sobre los programas de subsidio a la tasa y no tanto en los programas de “regalos de vivienda”.

Programa de Vivienda Para Ahorradores (VIPA)

El programa VIPA busca darle la oportunidad a 86.000 hogares colombianos para que puedan acceder a vivienda propia. De acuerdo con el Conpes 3746 de 2013, los hogares deben cumplir los siguientes requisitos para ser beneficiarios: i) contar con ingresos entre 1 y 2 SML; ii) no ser propietarios de una vivienda; iii) no haber sido beneficiarios del subsidio familiar de vivienda ni del subsidio a la tasa de interés; vi) contar con un ahorro mínimo del 5% del valor de la vivienda; y v) contar con un crédito preaprobado del excedente del valor de la vivienda.

Este programa empezó a ejecutarse en 2014, pero ha generado algo de incertidumbre sobre su éxito. Según Camacol, en Barranquilla y Cartagena estos programas no lucen atractivos, aunque sí en Bogotá, Medellín y Cali. La diferencia está en el acoplamiento a los perfiles de los potenciales compradores,

Gráfico 1. Tasas de interés de vivienda en pesos (Junio de 2014)



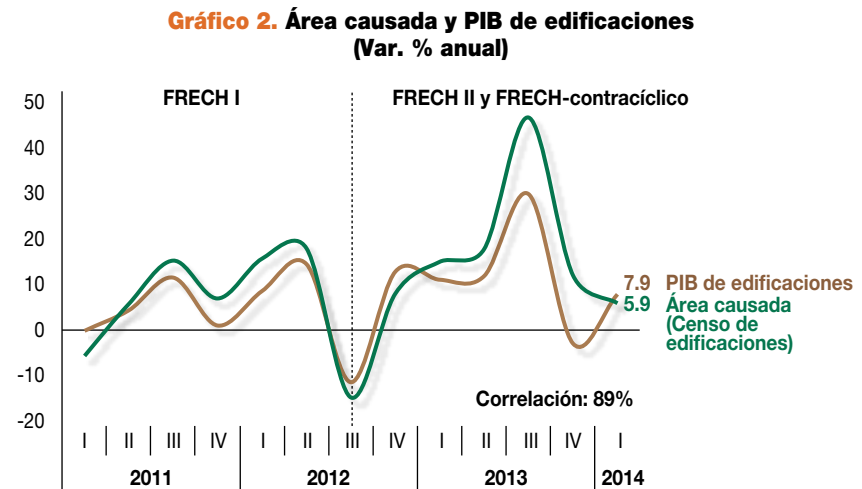
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

en especial en lo que respecta a las exigencias de ahorro.

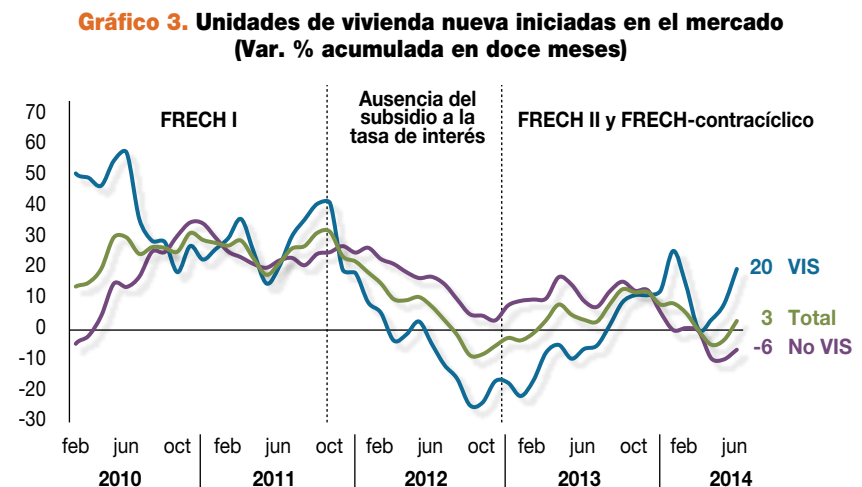
Indicadores del sector edificador en la coyuntura actual

La oferta

Al observar el comportamiento de las cifras que explican el desempeño del sector edificador por el lado de la oferta, vemos que, en el agregado, las políticas de vivienda han tenido un impacto positivo sobre su desempeño. Inicialmente, el censo de edificaciones del Dane, principal insumo para la construcción del PIB de edificaciones, muestra cómo el área causada de las edificaciones de tipo residencial ha crecido a ritmos del 14% anual durante el período 2011-2014, mientras que las no residenciales lo han hecho a ritmos del 6%. Así, el total del área causada creció a una tasa del 5.9% anual al corte del primer trimestre de 2014, en línea con el buen desempeño del sector edificador (ver gráfico 2). Asimismo, según cifras de Coordinada Urbana, las iniciaciones de vivienda nueva han respondido de forma clara a los subsidios a la tasa de interés (ver gráfico 3). En efecto, durante el período 2009-2011 (FRECH-I) estas crecieron a una tasa promedio del 25% en el acumulado en doce meses. Posteriormente, durante el primer semestre de 2012 (período en el que no se desembolsaron subsidios a la tasa de interés), las iniciaciones se contrajeron hasta un -8% al corte de septiembre de 2012. Sin embargo, a partir de esa fecha, estas se han recuperado hasta crecer a una tasa promedio del 6% durante la vigencia del FRECH-II (2012-2014) y del FRECH-III (2013-2014). En el año 2014, las iniciaciones han crecido a una tasa del 3% en el acumulado en doce meses al corte de junio (vs. el 8% al cierre de 2013), donde dicha



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fuente: cálculos Anif con base en Coordinada Urbana.

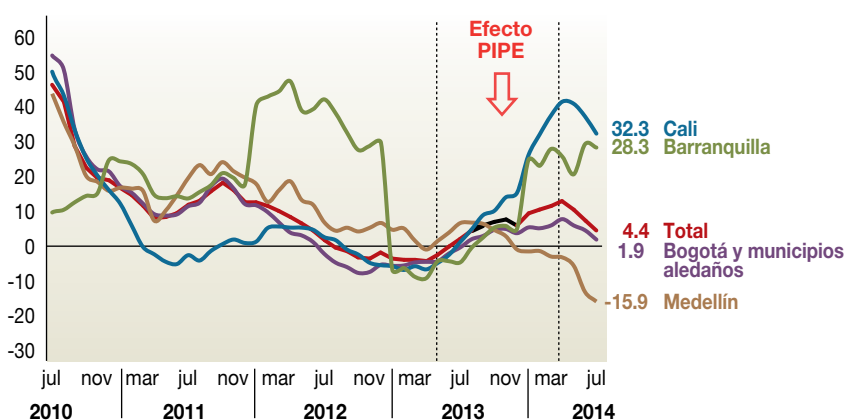
desaceleración se explica por el agotamiento de los cupos del FRECH-III, además de un proceso de estabilización en el ciclo de la construcción. Finalmente, las licencias de construcción han mostrado sorprendentes ritmos de crecimiento a partir del año 2010. Si se observa únicamente el desempeño del licenciamiento para vivienda, este ha crecido a una tasa promedio del 18% acumulado en doce meses durante los últimos cuatro años. Esto se explica por un crecimiento del 28% anual en la vivienda VIS y del 15% en la No VIS. Pero aquí también cabe “decantar”

por el efecto del ruido regulatorio observado en el sector (ver RASEC No 158 de mayo de 2014). En este frente se destacan: i) la expedición de la norma sismo resistente NSR-10 en diciembre de 2010, que se tradujo en una cifra récord de área licenciada durante 2011 (24 millones de metros cuadrados licenciados), mucha de la cual fue radicada antes de que entrara en vigencia la norma; y ii) el Decreto 364 de 2013, por medio del cual se modificaba el POT de Bogotá y que, dada la incertidumbre regulatoria, aceleró el licenciamiento en la capital.

La demanda

Por el lado de la demanda, las ventas de vivienda tuvieron un importante impulso durante el año 2013. Esto se puede explicar por la ejecución del FRECH-III. En efecto, a partir de la fecha en la que entró en vigencia el subsidio para la compra de vivienda clase media (mayo 2013), las ventas presentaron una clara aceleración en su ritmo de crecimiento (ver gráfico 4), llegando a tasas de crecimiento del 13% en el acumulado en doce meses al corte de abril de 2014 (vs. el -4.4% de un año atrás). Actualmente, las ventas de vivienda han comenzado a desacelerar su ritmo de crecimiento como consecuencia del agotamiento de los cupos destinados al FRECH III, creciendo al 4.4% en el acumulado en doce meses al corte de julio de 2014. En cuanto al número de viviendas nuevas financiadas, según el Dane, este creció a una tasa del 20.2% anual al corte del primer trimestre de 2014, frente al -7.3% de un año atrás, cuando la VIS lo hizo a una tasa del 17% anual (vs -5.6% en 2013). Este buen desempeño se ve reflejado en un crecimiento de la cartera hipotecaria del 14.5% anual al corte de junio de

Gráfico 4. Ventas de vivienda en unidades (Var. % acumulada en doce meses)



Fuente: cálculos Anif con base en Galería Inmobiliaria.

2014 (vs el 11.5% en junio de 2013), evidenciando buenas condiciones para comprar a través de crédito (tasas relativamente bajas).

Conclusiones

Las políticas de vivienda adoptadas durante el período 2009-2014 han tenido un positivo impacto sobre el sector edificador. En efecto, el PIB de las edificaciones ha exhibido buenas tasas de crecimiento en los últimos tres años (4.1%, 5.9% y 11.4% durante

2011, 2012 y 2013, respectivamente). De igual forma, los indicadores líderes del sector, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, reflejan el impacto positivo de las medidas adoptadas.

Sin embargo, dadas algunas señales de “recalentamiento” del sector (tanto en precios como en sus fuentes de crecimiento por efecto “reflejo” de portafolios financieros emprobleados), luce razonable hacer una cierta pausa en los temas de “sacrificio fiscal”. Esto parece que ocurrirá por cuenta del agotamiento de los cupos del FRECH- III y la adopción de una “postura monetaria” menos expansiva por parte del Banco de la República (BR). En efecto, durante abril-julio de 2014, el BR ha incrementado su tasa repo en +100pb, llevándola al 4.25% y probablemente a cerca del 5% antes de finalizar el año, dadas las presiones de la brecha del Producto y el desborde en las expectativas de inflación respecto del 3% fijado como meta. *Cuando quiera que se vuelvan a retomar dichos programas contracíclicos, resultará clave tener en cuenta las evaluaciones aquí presentadas, las cuales indican que tienen mayor impacto sobre el PIB-real los programas de subsidio a la tasa que simplemente pensar en “regalar viviendas”.* ANIF



Desempeño de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs): Una visión con memoria histórica *



Durante 1980-1984, en Chile se desmontó totalmente el régimen de administración pública de las pensiones, dado su desgüeño administrativo y los elevados subsidios fiscales que suponía andar prometiendo una serie de beneficios pensionales con base simplemente en años de cotización. En su lugar se crearon las Administradoras de Fondos de Pensiones de carácter privado (AFPs), con la promesa de realizar una mejor gestión financiera y así entregarles a los ahorradores tanto el capital aportado como los rendimientos financieros de sus portafolios.

Este esquema de AFPs tiene la virtud de ser equitativo (precisamente por tratarse de cuentas individuales) y de evitar la generación de subsidios fiscales cruzados. Bajo el esquema público, el grueso de la población venía a pagar dichos subsidios a través de crecientes impuestos, simplemente para favorecer a una elite (principalmente de empresas del Estado). Estas AFPs

han venido operando bajo esquemas estatales altamente regulados, en lo que tiene que ver con límites a la toma de riesgos excesivos y en los cobros de comisiones de administración operativa y de seguros.

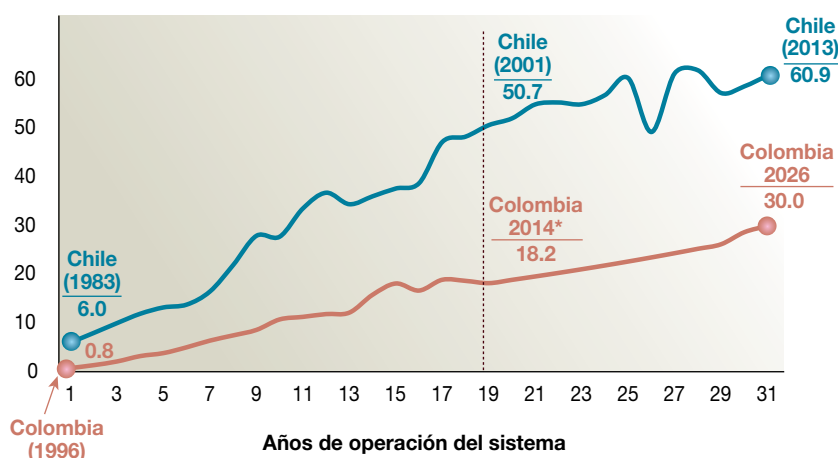
Con buen criterio, la Administración Gaviria (1990-1994) entró a replicar en Colombia ese esquema de AFPs, pero fracasó en su intento de poner coto a la administración pública que ejercía entonces el ISS (hoy redenido como COLPENSIONES). Pero al menos se logró adoptar en Colombia un esquema dual (conviviendo las AFPs con COLPENSIONES). Claramente este es un sistema menos perverso en materia de subsidios cruzados a favor de la burocracia estatal. Sin embargo, algunas Altas Cortes continúan oponiéndose a esta mayor equidad e insisten en “carruseles pensionales”, desconociendo inclusive la reforma constitucional de 2005-2007 y su ratificación por la Corte Constitucional en 2013.

Logros y tareas pendientes: un balance 1993-2014

Al cierre de 2013, de un poco más de 8 millones de cotizantes activos en Colombia, cerca de tres cuartas partes estaban vinculados a las AFPs y solo una cuarta parte cotizaba al régimen público de COLPENSIONES. Gracias a esa gran masa de ahorradores en las AFPs y tras casi 20 años de operación del sistema, Colombia cuenta con ahorros pensionales por un valor cercano al 20% del PIB. Nótese, sin embargo, que a esas mismas alturas históricas, Chile contaba con un 51% del PIB en ahorros, gracias a su mayor formalidad laboral y al acertado cierre del sistema público. Tras casi 30 años de operación, actualmente Chile reporta ahorros pensionales por cerca del 61% del PIB (ver gráfico 1).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1225 del 1° de julio de 2014.

Gráfico 1. Evolución de los Fondos de Pensiones Obligatorias (% del PIB)



*Dato a marzo de 2014.

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinancieras, Dane y FMI.

A pesar de estos progresos fiscales y de equidad, la reforma pensional de la Ley 100 de 1993 fracasó en su intento de elevar la población efectivamente cubierta, pues ha permanecido en la franja del 33%-35% de la PEA, tras dos décadas de su implementación. Las proyecciones pensionales que hicieron Schmidt-Hebbel (entonces en el Banco Mundial), Ulpiano Ayala (en el MHCP), Juan Luis Londoño (en el DNP) y Eduardo Lora (en Fedesarrollo), entre otros, prometían que dicha cobertura llegaría a la franja del 45%-60% de la PEA, siguiendo la tendencia de Chile, una vez se ajustaba por patrones de ingreso per cápita y de “cultura” de lo formal.

Por eso nos ha sorprendido que el propio Lora (ver artículo en revista *Dinero* del 5 de mayo de 2014) ahora nos venga a decir que el sistema de AFPs ha sido un gran fracaso, cuando el problema de la informalidad NO puede ser atribuible a la existencia de las AFPs. Por el contrario, la creación de mecanismos de mercado, como las AFPs, ha ayudado a impulsar la formalización laboral y tributaria (pues sin ella no se puede crecer). Lo que no se menciona es que ha existido otra serie de bloqueos a la formalidad del

mercado laboral, como en casi toda América Latina.

Empecemos por reseñar el perverso efecto de las crecientes cargas no salariales sobre la nómina, que llegaron al tope del 62% en 2012. Afortunadamente la Ley 1607 de 2012 ha logrado reducirlas al 46%. También fueron dañinos los alivios tributarios otorgados al capital, especialmente durante 2002-2010, todo lo cual había agravado la informalidad laboral al cambiar los precios relativos Capital/

Trabajo (ver *Informe Semanal* No. 1210 de marzo de 2014).

Como si fuera poco, la profunda crisis financiera, tras el estruendoso estallido de la burbuja hipotecaria en 1998-2001, llevó a Colombia a elevadas tasas de desempleo y mayor informalidad. Veamos, así sea brevemente, los logros que han tenido las AFPs y algunos problemas de informalidad que no han sido causados por ellas.

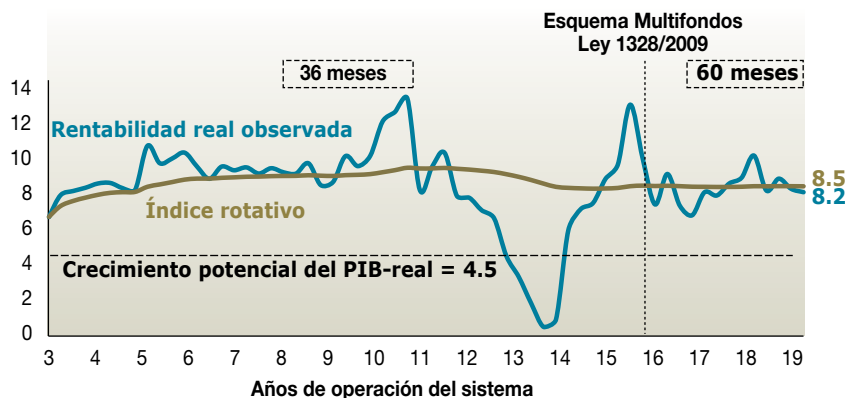
Altas tasas de retorno sobre el ahorro

Esta era la principal promesa que hacían las AFPs y la cual han cumplido cabalmente tanto en Chile como en Colombia. En Chile, durante los primeros 20 años del sistema se lograron tasas de retorno real promedio anual cercanas al 12% (netas de comisiones, del efecto de la inflación y de los impuestos, pues son exentos sus retornos). A medida que se expande el sistema y el capital, pues obviamente sus retornos se reducen y actualmente están convergiendo hacia un 6% real anual, cifra igualmente satisfactoria. En Colombia, dichos retornos han sido del 9% real anual desde la entrada en operación de las AFPs (ver

“Este esquema de AFPs tiene la virtud de ser equitativo y de evitar la generación de subsidios fiscales cruzados.”



Gráfico 2. Rentabilidades reales del portafolio de pensiones obligatorias de las AFPs (% , a marzo de 2014)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

gráfico 2). Dicha cifra es el resultado de un retorno nominal del 16.6% anual (calculado como una TIR de los flujos de caja), reportado por la Superfinanciera, traído a términos reales descontando la inflación de cada período. En el último quinquenio dichos retornos han ido convergiendo hacia el 8% real por año. Esto más por efectos de la crisis internacional, aunque seguramente el sistema se perfilará hacia esos retornos en el próximo quinquenio. Luego, dados estos desempeños, ¿cómo puede alguien argumentar que el sistema de AFPs ha sido un fracaso, cuando el retorno promedio de una buena inversión de portafolio normalmente rinde entre un 3% o un 5% real anual, neto de los factores antes mencionados, y el de las AFPs en Colombia ha fluctuado entre el 8% y el 9% real por año, dependiendo del horizonte de análisis?

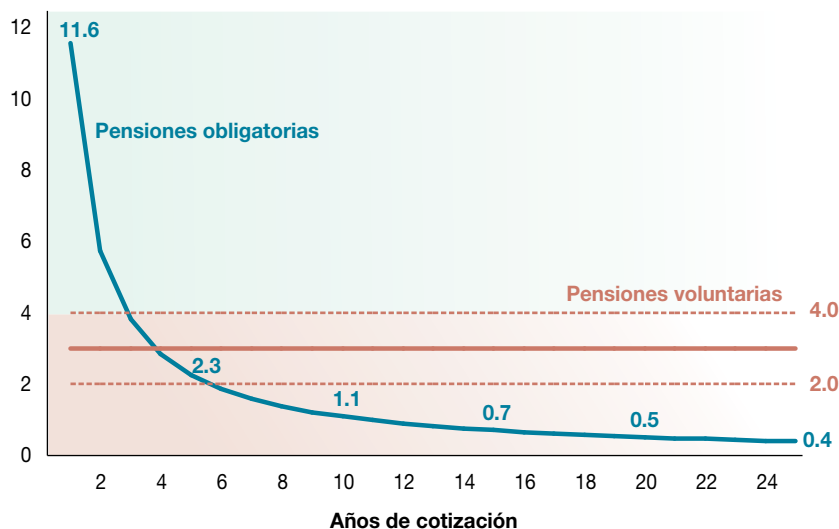
Bajos cobros de comisiones de administración

Es entendible que la gente del común piense que se le estaban cobrando tasas de administración del orden del 2% anual y que después han sido reducidas al 1.3% anual, pero

es imperdonable que los expertos (como Lora) no aclaren que, en realidad, los cobros son muy inferiores a esas cifras, pues esas tasas no se computan sobre el valor del portafolio administrado (como usualmente ocurre en el sistema financiero). NO, estas tasas de las AFPs en cuentas obligatorias se computan únicamente sobre la porción del aporte y no sobre el *stock* ahorrado,

lo cual implica que a mayor estadía bajo el esquema de ahorro ese cobro va convergiendo hacia una tasa cercana al 1% anual a horizontes de 10 años de ahorro o al 0.5% hacia los 20 años de ahorro (ver *Informe Semanal* No. 955 de noviembre de 2008). En cambio, en el caso de las AFPs voluntarias el cobro sí se hace sobre “*assets-under-managment*” y fluctúan entre el 2% y el 4%, en función de la complejidad de los papeles administrados (ver gráfico 3). Tanto en Chile como en Colombia se han ido perfeccionando los esquemas de competencia para lograr reducir aún más los cobros de seguros (actualmente en un 1.7%) y de las comisiones, pero claramente están dentro de los patrones internacionales. Más aun, cuando los retornos hayan estado por debajo de la rentabilidad mínima, y de hecho solo en dos ocasiones puntuales en 20 años se han tocado marginalmente los umbrales de dicha rentabilidad, las AFPs están obligadas a responder con sus propios recursos. Existe, sin embargo, un problema de demasiadas cargas tributarias colgadas de las cotizaciones pensionales,

Gráfico 3. Comisión de los Fondos de Pensiones Obligatorias (% del valor del fondo)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

lo cual implica que solo el 72% de lo aportado (en el caso de los salarios bajos) va a engrosar la masa de ahorro, cuando en Chile el 74% de la contribución va al ahorro. En la franja de salarios altos en Colombia la situación es más crítica, pues solo va al ahorro el 64% del aporte, el resto se va en subsidios cruzados (descontando en todos los casos el 1.3% de administración y el 1.7% de seguros), ver gráfico 4.

¿Competencia oligopólica o colusión?

El sistema capitalista está plagado de mercados donde la provisión de bienes públicos cuenta con pocos oferentes, tal como ocurre en la telefonía, en ofertas de servicios de gas o energéticos. Allí el sistema regulatorio estatal juega un papel central para asegurar que se da una competencia oligopólica y no una colusión.

Dos décadas atrás, el mundo imaginaba que los sistemas de AFPs serían muy competidos y con diversos jugadores, pero, al menos en América Latina, las exigencias de capital y los ataques

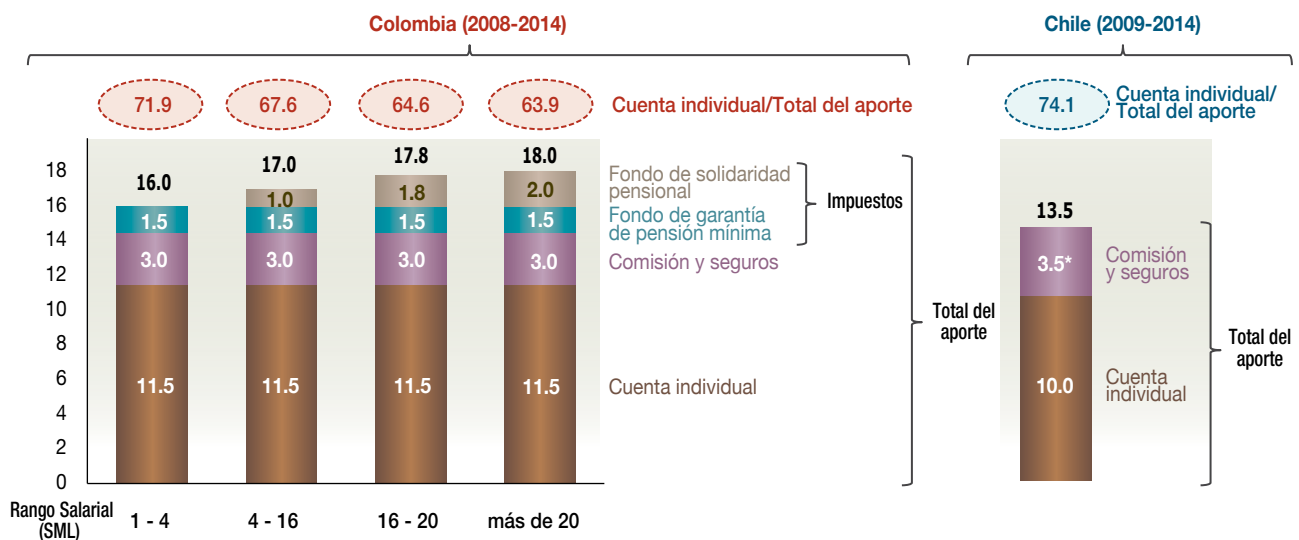
del propio sector público (como en Argentina) han ido minando el interés del sector privado en ese tipo de inversiones, las cuales reportan buenos retornos, pero son riesgosas y exigen mucho capital. Curiosamente, la crisis del mundo desarrollado, durante 2007-2012, llevó a que las firmas de esos países decidieran vender sus participaciones accionarias en diversas AFPs y fueron los capitales locales los que estaban mejor posicionados para hacer las adquisiciones del caso en México, en Perú y en Colombia.

Este proceso no se dio por “tomas agresivas” de los actores locales, sino casi que como salvataje por parte de los capitales criollos frente a la cuasi quiebra de los foráneos. En un mundo donde se ha repudiado el “imperialismo de los países desarrollados”, resulta casi histórica la reconquista que han logrado los capitales criollos en franca competencia con los extranjeros, donde Chile y Colombia deberían estar orgullosos de que su buen ordenamiento y disciplina local les hubieran permitido tal posibilidad, tanto a nivel bancario como de las AFPs.

Dicho todo lo anterior, el Estado debe permanecer atento y monitoreando que su legislación promueva la competencia, así sea con pocos actores, tal como ocurre en la telefonía celular, en la provisión de la televisión por cable, en el servicio de las basuras y ahora en las AFPs, en casi toda América Latina.

Por último, sobre las propuestas de simplemente alterar la contabilidad de las pensiones a través de adoptar “sistemas nocionales” (como en algunos países nórdicos o asiáticos, en casos de la salud), cabe señalar que ello en poco altera el problema de poco ahorro para unas generaciones cuya expectativa de vida pronto desbordará los 75 años. El problema sigue siendo cómo ganar en formalidad, en cultura del ahorro y en reformas paramétricas que incrementen la edad de retiro en línea con las mayores expectativas de vida. Como vimos, las AFPs han hecho bien su tarea de asegurar retornos reales, inclusive por encima de la media del mercado, pero es claro que la próxima década encierra desafíos para poder asegurar siquiera dicha media. ANIF

Gráfico 4. Aportes a la cuenta individual según niveles de salario (% del total del aporte)



*Promedio industria. Varía según AFP.

Fuente: elaboración Anif con base en Superintendencias, Ley 100 de 1993 y Ley 797 de 2003.

Las tasas efectivas de tributación en Colombia *

Anif ha venido argumentando que la presión tributaria de Colombia es sustancialmente inferior a la de nuestros pares regionales, llegando tan solo a niveles del 14.3% del PIB en cabeza del Gobierno Central (vs. el 17% de América Latina), viéndonos igualmente rezagados en términos de ingresos en el Consolidado Público (17.1% del PIB vs. el 21% del PIB observado en América Latina).

También hemos explicado cómo la comparación macro de la estructura tributaria con Chile sugiere que, contrario a lo que se suele decir, hay margen para incrementar la presión tributaria de Colombia en cerca de 2 puntos del PIB (pasando del 14%-15% del PIB a niveles cercanos al 17% observado en Chile). De esa comparación también se desprende que ese margen de gravamen está en cabeza de aumentos a las tarifas del IVA y en algo de mayores impuestos a las personas naturales (ver *Informe Semanal* No. 1222 de junio de 2014). En esta nota buscaremos dar mayor soporte a esta tesis, mostrando que las tarifas efectivas de las firmas probablemente lucen ya elevadas en el rango 38%-51%, al considerar el efecto conjunto Imporrenta + CREE + Impopatrimonio. De igual forma, estimaremos las tarifas efectivas que están enfrentando las personas natu-



rales agregando los efectos conjuntos del IMAN, los impuestos regionales y el IVA, donde la principal conclusión es que las tasas efectivas de gravamen para los estratos altos ya alcanzan el notorio rango del 22%-33%, indicando que el efecto combinado de gravamen del IMAN (con alta progresividad) y del Impopatrimonio (con sobretasas) ya tiene una envergadura similar a la que se observa en Estados Unidos o en algunos países de Europa.

Tasas efectivas de tributación de las firmas en Colombia

Uno de los componentes centrales de la Ley 1607 de 2012 se centró en la reducción de la tasa del Imporrenta em-

presarial, pasándola del 33% al 25%. Sin embargo, el CREE (a tasas del 9% en 2013-2015 y del 8% en adelante) podría estar más que compensando la reducción en esa tarifa de Imporrenta, llevándola incluso a niveles del 35.8%, dada su mayor base tributaria.

Sin embargo, esas tasas de Imporrenta encierran variaciones considerables según los sectores de la economía, producto de la maraña de exenciones y deducciones. Por ejemplo, Cárdenas *et al.* (2005) estimaba que (en ese entonces) la industria manufacturera (39%) y la minería (38%) tenían tasas efectivas por encima de las observadas en sectores como restaurantes-hoteles (20%) y las actividades de esparcimiento (23%). Ayala (2014) también encontró diferencias sectoriales importantes (mayores detalles en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Ayala0514.pdf>).

Ahora bien, ¿qué efecto ha venido ejerciendo el Impopatrimonio sobre esta tasa efectiva de tributación de las firmas? Claramente se trata de un efecto que actúa en cascada, a la hora de expresarlo en términos de su equivalente en tasa de Imporrenta.

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1231 del 11 de agosto de 2014.

Baste suponer que una firma genera al año una utilidad del 10% sobre su patrimonio neto. Dicha utilidad se estará gravando en su doble condición de provenir del patrimonio que la genera (sujeta a sobretasas y a la Ley 1370 de 2009) y de ser sujeto del Imporrenta+CREE a la discutida tasa del 35.8%.

Hemos calculado que el impuesto patrimonial ha elevado la tarifa efectiva de renta del 35.8% (incluyendo CREE) al rango 38.3%-50.8% en el caso de los contribuyentes con más de \$1.000 millones de patrimonio (ver cuadro 1). Respecto de lo que ocurría en el período 2007-2010, los individuos y firmas con patrimonios en el rango \$1.000-\$5.000 millones experimentarían una reducción desde el 45% al rango entre 38.3% y 43.3%. Sin embargo, para patrimonios superiores a los \$5.000 millones, la tasa efectiva del equivalente en Imporrenta se estaría elevando del 45% al 50.8%, suponiendo que dichos capitales no pudieran recurrir a otro tipo de deducciones tributarias. En particular, ha desaparecido la opción de reducir el Imporrenta mediante la deducción de hasta el 30% por la reinversión en capital fijo, según lo actuado en la Ley 1430 de 2010.

Estas tasas efectivas para las firmas del 38%-51% lucen elevadas y resultan consistentes con el mensaje de poco

espacio tributario en cabeza de ellas, toda vez que estas contribuyen con recursos del 6.6% del PIB (superando el 5% del PIB que se observa en Chile).

Tasas efectivas de tributación de las personas naturales en Colombia

La introducción del IMAN redujo las tasas efectivas a los contribuyentes con ingresos inferiores a los \$12 millones, pasando sus tasas efectivas del 3%-5% al 0.1%-5%. Por el contrario, para los mayores ingresos se han elevado las tasas efectivas del 5% al 10%-27%, esto a través de aplicar “pisos” a la metodología de declaración de renta tradicional.

Con el fin de agregar esas cargas de Imporrenta con los tributos territoriales (impuesto predial y de vehículos) e IVA, realizamos una serie de simulaciones considerando cuatro agentes representativos. El primero (agente A) recibiría ingresos mensuales por \$3 millones (no siendo sujeto del IMAN) y tendría una vivienda avaluada en \$100 millones (estrato 4) junto con un vehículo (\$30 millones). Además, consumiría todo su ingreso en bienes gravados a las tarifas del IVA del 5% (el 50% de su consumo) y del 16% (el 50% restante). De manera similar, el agente B contaría con ingresos mensuales de \$6 millones, una vivienda de

\$200 millones (estrato 5) y un vehículo de \$50 millones. Asimismo, este agente ahorraría el 10% de su ingreso y el restante 90% lo consumiría en bienes gravados en una tercera parte a la tarifa general del IVA (16%).

Con el fin de analizar lo que efectivamente ocurre en materia tributaria en los estratos altos, incluimos dos tipos de individuos de ingresos elevados: el Agente C y el Agente D. El primero tendría ingresos por \$15 millones, junto con una vivienda (\$500 millones) y un vehículo (\$100 millones). En este caso, dicho agente representativo lograría ahorrar hasta el 30% de su ingreso y el restante 70% lo consumiría en bienes gravados en tres cuartas partes a la tasa general del IVA (16%). Adicionalmente, suponemos un patrimonio de \$1.500 millones para este agente C, haciéndolo sujeto del Impopatrimonio a tasas anuales del 0.25% (neteando los primeros \$320 millones del valor de su vivienda, según lo estipulado en la Ley 1370 de 2009 y el Decreto 4825 de 2010). Finalmente, tenemos el agente D, quien contaría con ingresos mensuales de \$60 millones, una vivienda de \$1.000 millones, dos vehículos (cada uno de \$100 millones) y los mismos patrones de consumo-IVA del agente C. En este caso, supondremos un patrimonio de \$3.000 millones, haciéndolo sujeto del Impopatrimonio a tasas

Cuadro 1. Tasas efectivas de tributación de las firmas (%)

	2004-2006 (1)	2007-2010 (2)	2011-2012 (3)	2013-2014 (4)	Diferencias: (5)=(4)-(1)
Tasa de Gravamen					
Impuesto de Renta (incluye CREE)	38.5	33.0	33.0	35.8	-2.7
Impuesto al Patrimonio	0.3	1.2	0.25 a 1.5	0.25 a 1.5	-0.05 a +1.2
Tasa de Reinversión	30.0	40.0	0.0	0.0	-30.0
Empresas No Sujetas al Impuesto al Patrimonio (20% de activos)					
A. Con reinversión de utilidades	31.6	25.1	N.A.	N.A.	N.A.
B. Sin reinversión de utilidades	38.5	33.0	33.0	35.8	-2.7
Empresas Sujetas al Impuesto al Patrimonio (80% de activos)*					
C. Con reinversión de utilidades	34.6	37.1	N.A.	N.A.	N.A.
D. Sin reinversión de utilidades	41.5	45.0	35.5 a 48	38.3 a 50.8	-3.2 a +9.3

*Empresas con patrimonio superior a \$1.000 millones.
Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

anuales del 0.75% (incluyendo los descuentos mencionados en el valor de su vivienda).

El cuadro 2 muestra las tasas efectivas que cada agente enfrenta, discriminadas por los diferentes tributos. Así, el agente A (ingresos mensuales por \$3 millones) actualmente asume una tasa efectiva del 14.2% sobre sus ingresos brutos, aun sin estar sujeto al IMAN (comenzando su aplicación a partir de los \$3.9 millones/mes). Dicha tasa total se explica, en gran medida, por la porción correspondiente al IVA (10.5pp), seguido por el impuesto predial (2.5pp) y el de vehículos (1.3pp). El agente B (ingresos mensuales por \$6 millones) enfrenta tasas efectivas del 16%, siendo ya sujeto del Imporrenta a través del IMAN (1pp), y sumándose sus obligaciones vía impuesto predial (2.1pp), de vehículos (1.7pp) y del IVA (11.1pp).

En cuanto a los agentes de ingresos altos, el agente C (\$15 millones/mes) enfrenta una tasa efectiva de gravamen (por toda fuente) del 21.9%, producto de las obligaciones que le generan el IMAN (6.1pp), el impuesto predial (3pp), de vehículos (1.9pp) y el IVA (9.3pp). Adicionalmente, dicha tasa agregada del agente C incluye un 1.6% producto de ser sujeto del Impopatrimonio, según lo discutido anteriormente. En el caso del agente D (\$60 millones/mes), este enfrenta

tasas efectivas de gravamen del 33.1%, derivadas de sus pagos por el IMAN (18.6pp), el impuesto predial (1.4pp), de vehículos (1pp) y el IVA (9.3pp). Similar a lo que ocurre con el agente C, el agente D asume tasas efectivas del 2.8% por concepto de Impopatrimonio. Nótese que estas tasas efectivas de gravamen para los estratos altos ya alcanzan el notorio rango del 22%-33%, indicando que el efecto combinado de gravamen del IMAN (con alta progresividad) y del Impopatrimonio (con sobretasas) ya tiene una envergadura similar a la que se observa en Estados Unidos o en algunos países de Europa.

Conclusiones

En síntesis, Colombia ha hecho un importante y rápido tránsito en la tributación de los hogares que enfrentaban tasas efectivas de gravamen relativamente bajas (del 5%-10%), antes de la Ley 1607 de 2012, hacia tasas relativamente altas (en el contexto internacional) del orden del 22%-33% para los mayores ingresos. Esto deja poco espacio para pensar que el Imporrenta de los hogares puede seguir siendo hacia futuro una fuente adicional de recaudos, más allá de todo lo que cabe ganar en materia de lucha contra la evasión y la elusión, que continúa siendo significativa.

Nuestro análisis micro-tributario de las tasas efectivas de firmas-personas naturales corrobora la conclusión que obteníamos de la comparación macro del recaudo tributario de Colombia vs. Chile (ver *Informe Semanal* No. 1222 de junio de 2014). Las tasas efectivas de las firmas (en el rango 38%-51%, producto del efecto cascada de Imporrenta + CREE + Impopatrimonio) lucen relativamente elevadas frente al 14%-33% para los casos de personas naturales que recién analizamos (aunque dichas tasas también llegan ya a niveles elevados en los mayores ingresos). Ahorabien, estrictamente hablando, las primeras se refieren a las utilidades de las firmas y a su patrimonio, mientras que las de los hogares se refieren a sus ingresos y a su patrimonio, lo cual no las hace totalmente comparables.

Las implicaciones de lo anterior apuntan en la dirección de que los recaudos adicionales que busca Colombia (por cerca del 2% del PIB) deberán recargarse más sobre los tributos indirectos que sobre los directos. En particular, existe espacio para pensar en incrementar la tasa general del IVA del actual 16% hacia el 17% o 18%, lo cual aportaría cerca del 1% del PIB de mayor tributación, para así poder financiar las vastas necesidades de gasto en seguridad social (salud-pensiones) e infraestructura (ver *Informe Semanal* No. 1223 de junio de 2014).

Cuadro 2. Tasas efectivas de tributación de las personas naturales (%)

Agente	Salario mensual (\$ millones)	IMAN	Predial	Rodamiento	Impopatrimonio	IVA	Total
A	3	0	2.5	1.3	0	10.5	14.2
B	6	1.0	2.1	1.7	0	11.1	16.0
C	15	6.1	3.0	1.9	1.6	9.3	21.9
D	60	18.6	1.4	1.0	2.8	9.3	33.1

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

Resultados bancarios y volatilidad financiera (2013-2014) *

Desde mediados de 2013, la rentabilidad bancaria en Colombia se ha visto afectada por la volatilidad generada por la “normalización monetaria” impulsada por la FED. Recordemos que sus inyecciones de liquidez se han ido recortando (pasando de US\$85.000 millones/mes a solo US\$25.000 millones/mes), lo cual ha generado algunas reversiones de los capitales *offshore* hacia los países desarrollados, provocando desvalorizaciones en los mercados emergentes y algo de devaluación de sus monedas frente al dólar.



En Colombia, inicialmente se produjo una drástica corrección de 200 puntos básicos (pb) en las tasas de interés de los TES *benchmark* (pasando del 5% al 6.7%) durante el segundo semestre de 2013. No obstante, parte de esos efectos ha logrado revertirse por cuenta de las mejoras en la calificación de riesgo de Colombia, lo cual trajo aparejado un incremento en la participación de los TES (del 3% al 8%) dentro del índice de renta soberana GBI de J.P. Morgan, ver *Comentario Económico*

del Día 9 de abril de 2014. Esto ha implicado cierta estabilización en las tasas de los TES en el umbral 6.5%-6.7% durante abril-agosto de 2014. Pero, curiosamente, esa volatilidad ha afectado negativamente el desempeño de las inversiones de los bancos, cuyos portafolios se concentran en un 52% (\$37 billones) en TES. Ello explica, en buena medida, que el crecimiento de las utilidades bancarias haya pasado del +7.6% real anual al -11.8% durante mayo de 2013-abril de 2014.

Algo de este comportamiento se ha corregido recientemente, pues las utilidades bancarias ascendieron a \$6.9 billones al corte de junio de 2014, lo cual implica un crecimiento del 3.4% nominal (0.6% real) frente a las observadas un año atrás (\$6.6 billones), cuando habían crecido un 5.7% (3.5% real). Esto ocurre a pesar de que la expansión de la cartera bancaria ha registrado un “aterrizaje crediticio suave” durante 2012-2014, al crecer todavía a ritmos del 10%-11% real anual (vs. 16.6% al cierre de 2011). Cabe recordar que se ha iniciado el ciclo alcista de tasas de interés, pues el Banco de la República (BR) incrementó su tasa repo-central en 100pb durante abril-julio de 2014, (llevándola al 4.25%), aunque la DTF ha tardado en reaccionar por cuenta de los excesos de liquidez que solo han comenzado a corregirse en junio de 2014.

Hasta la fecha, el sector bancario mantiene unos niveles moderados de morosidad (cartera vencida/cartera bruta), cercanos al 3%, acompañados de una adecuada cobertura (provisiones/cartera vencida) del orden

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1233 del 25 de agosto de 2014.

del 150% durante el último año. Asimismo, su indicador de solvencia se ubica en valores cercanos al 15% (vs. el mínimo regulatorio del 9%), luego de la adopción de los estrictos requerimientos de capital de Basilea III, los cuales entraron en vigencia en agosto de 2013 (Decreto 1771 de 2012).

En esta nota analizaremos las fuentes y el apalancamiento que originaron dichas utilidades al corte de junio de 2014. Como veremos, las utilidades del sistema se han visto afectadas por la desvalorización de las inversiones (especialmente durante el segundo semestre de 2013) y por la estabilización del crecimiento de la cartera. Ello ha generado una moderación de la rentabilidad bancaria, la cual, en todo caso, se mantiene en niveles cercanos a su buen desempeño pos-crisis de 1998-2002.

Balance y cartera de crédito

El balance de los establecimientos bancarios se expandió un 8.5% real anual en junio de 2014, cifra inferior

al 14.7% de 2013. Por el lado del pasivo y del patrimonio, dicha expansión estuvo sustentada principalmente por los mayores recursos disponibles vía depósitos-exigibilidades, créditos con otras entidades financieras y utilidades no distribuidas, los cuales explicaron cerca del 85% de la ampliación del balance.

La cartera es el rubro más representativo dentro del activo, con una participación del 66.3%, seguido por las inversiones que pesan el 17.4%. La cartera presentó una ligera desaceleración durante mayo de 2011-diciembre de 2012, arrojando un crecimiento del 11.8% real al cierre de 2012 (vs. 16.6% de 2011). Desde entonces, el crédito se ha venido expandiendo a ritmos estables, exhibiendo un crecimiento del 10.3% real anual en junio de 2014 (vs. 12.5% de 2013), acorde con las predicciones del Modelo Crediticio Simultáneo de Anif (ver *Informe Semanal* No. 1209 de marzo de 2014). En cambio, las inversiones aceleraron su crecimiento durante enero de 2012-agosto de 2013, pasando del -0.3% real anual al +20.5%. A partir de ahí han venido perdiendo dinamismo,

expandiéndose al -0.4% en junio de 2014 (vs. +15.1% de 2013).

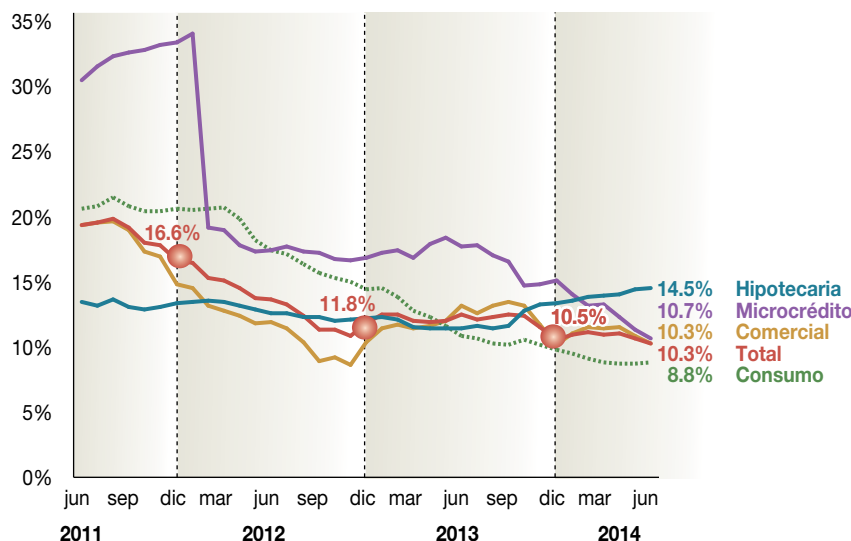
Cabe recordar que la cartera total (incluyendo *leasing* y titularizaciones) cerró 2011 con expansiones del 16.6% real, mientras que su crecimiento llegó a bordear el 20% durante buena parte de dicho año (ver gráfico 1). En particular, preocupaban la aceleración del crédito de consumo (a ritmos del 20.6% real al cierre de 2011) y los elevados crecimientos de su saldo vencido (14.6% en la misma fecha). Esto fue un considerando importante para que el BR aumentara la tasa repo-central en 2011-2012 (totalizando alzas por 225pb y llevándola al 5.25% en febrero de 2012). Posteriormente, la desaceleración local, la reducción de la inflación y la debilidad internacional llevaron al BR a recortar su tasa en 200pb desde julio de 2012, ubicándola en el 3.25% en marzo de 2013.

Más recientemente, los síntomas de recalentamiento local (repuntes inflacionarios, cerramiento de la brecha de Producto y presiones de demanda provenientes del mercado laboral y crediticio) motivaron al BR a incrementar su tasa de intervención en 100pb desde abril de 2014, situándola en el 4.25% al corte de julio, como ya lo explicamos.

Este manejo contracíclico del BR ha sido reforzado a través de políticas microprudenciales adoptadas por la Superfinanciera (SF), particularmente en la modalidad de consumo. Por ejemplo, en octubre de 2011 se elevaron las provisiones de los préstamos otorgados sin garantía y, en junio de 2012, las provisiones de las entidades con deterioros marginales en su cartera.

De esta manera se logró fraguar ese “aterrizaje crediticio suave” con crecimientos de la cartera del 11.8% real al cierre de 2012 y del 10.5% en 2013 (vs 16.6% de 2011). No obstante, estas continuas expansiones del crédito duplican el crecimiento esperado del

Gráfico 1. Evolución de la cartera bruta (incluye *leasing* y titularizaciones)
(Variación % anual real, al corte de junio de 2014)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Titularizadora Colombiana.

PIB-real para 2014 (4.6%) y dejan la relación *servicio de la deuda de los hogares/ingreso disponible* en un 35% (niveles solo vistos durante el período precrisis 1995-1997), convirtiéndose este en un aspecto fundamental para que el BR busque llevar la tasa repo-real a su umbral de “neutralidad” (cercano al 2% real).

El crecimiento de la cartera comercial se desaceleró del 13.2% real anual al 10.3% durante junio de 2013-junio de 2014. Al ser una cartera de elevada rotación, allí se ha transmitido rápidamente lo actuado por el BR. También ha incidido el mayor dinamismo (algo sustitutivo) de las colocaciones de bonos corporativos, alcanzando \$9.3 billones en 2013 y cerca de \$9 billones (cifra estimada) en 2014. Su saldo vencido se ha venido acelerando desde mediados de 2011, exhibiendo un crecimiento del +25.1% real en diciembre de 2012 (vs. -7.8% de 2011). En junio de 2014, dicho crecimiento fue del 27.6% (vs. 17.6% de 2013). Ello se ha visto reflejado en un leve repunte de su indicador de calidad tradicional (cartera vencida/cartera bruta), llegando al 2.3% en junio de 2014 (vs. 2% de 2013), pero ubicándose por debajo del 3.1% del total de la cartera.

Entre tanto, la cartera de consumo ha seguido desacelerándose, creciendo al 8.8% real anual en junio de 2014 frente al 10.9% de 2013. Dicha desaceleración también se evidencia en su saldo vencido, cuyos ritmos de expansión disminuyeron del 15.7% al 2.3% en el último año. Lo anterior ha provocado una reducción de su indicador de calidad, pasando del 5.2% al 4.9% en el período de análisis (vs. 3.1% de la cartera total).

Por su parte, la cartera hipotecaria (incluyendo titularizaciones) exhibe una tendencia relativamente estable desde mediados de 2010. En junio de 2014, su crecimiento fue del 14.5%



real anual (vs. 11.5% de 2013). Ello ha estado influenciado por la reducción de las tasas máximas para la financiación de vivienda y por los subsidios de tasas de interés que ha venido otorgando el gobierno desde 2009: primero para el segmento VIS y no VIS, luego solo para VIS y, recientemente, para viviendas de clase media (en el marco del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo-PIPE), ver RASEC No. 152 de octubre de 2013. Con relación a su saldo vencido, dicha variable se ha venido desacelerando desde junio de 2013, exhibiendo un crecimiento del 8.4% real anual en junio de 2014 frente al 15.4% del año anterior. En consecuencia, su calidad continuó mejorando, pasando del 2.3% al 2% en el último año.

Finalmente, el microcrédito viene perdiendo dinamismo desde 2012, creciendo un 10.7% real anual en junio de 2014 respecto al 17.7% de 2013. Dicha desaceleración también se observa en su cartera vencida, la cual redujo su expansión del 51.8% al 32.7% en el período de análisis. No obstante, su indicador de calidad aumentó del 6.1% al 7.3% en el último año.

Desde julio de 2013, el crecimiento del fondeo bancario se ha venido moderando, acorde con el comportamiento

de los activos. En junio de 2014, dicho fondeo se expandió al 10.1% real anual frente al 18.5% de 2013. Por componentes, las cuentas de ahorro se desaceleraron, reduciendo su crecimiento del 21.6% al 11.8% en el mismo período, al tiempo que los CDTs lo hicieron del 17.2% al 7.5% y las cuentas corrientes del 15.9% al 9%.

Análisis de las utilidades

A junio de 2014, las utilidades bancarias crecieron un +0.6%

real anual frente al +3.5% del año anterior. Tal como ya lo explicamos, la desvalorización de las inversiones en renta fija pública ha tenido efectos negativos. La rentabilidad del patrimonio (ROE) se ubicó en el 12.7% en junio de 2014, cifra inferior al 14.3% de 2013 (ver cuadro 1). Igualmente, la rentabilidad del activo (ROA) disminuyó del 2% al 1.8%. Este comportamiento estuvo acompañado de una leve reducción en el apalancamiento, pasando de 7.3 a 7.2 en el último año.

También se observa una reducción de la productividad del activo (ingresos totales/activos), pasando del 16.9% al 16.3% en el período de análisis, al tiempo que el margen neto cayó del 11.6% al 10.8%. Ello obedeció principalmente a una disminución de los ingresos por intereses/activos del 8.2% al 7.4% (-82pb). Por su parte, los ingresos por inversiones/activos se recuperaron levemente del 8.7% al 8.9% (+25pb), mientras que los ingresos no financieros/activos permanecieron estables.

Conclusiones

Hemos visto cómo la rentabilidad bancaria ha estado afectada por la volatilidad generada por la “normalización monetaria” impulsada por la

Cuadro 1. Descomposición de la rentabilidad de los bancos

	Período	
	Jul-2012 - Jun-2013	Jul-2013 - Jun-2014
Descomposición de la rentabilidad del patrimonio (ROE)		
ROE = (UTILIDAD/PATRIMONIO) = ROA*AP	14.3%	12.7%
ROA = (UTILIDAD/ACTIVO)	2.0%	1.8%
AP = (ACTIVOS/PATRIMONIO) (veces)	7.3	7.2
1/ Cambio en ROE (puntos porcentuales)		-1.59
Contribución ROA		-1.50
Contribución AP		-0.08
Descomposición de la rentabilidad del activo (ROA)		
ROA = (UTILIDAD/ACTIVO) = MG*PA	2.0%	1.8%
MG = (UTILIDAD/IT)	11.6%	10.8%
PA = IT/A	16.9%	16.3%
1/ Cambio en ROA (puntos porcentuales)		-0.21
Contribución MG		-0.14
Contribución PA		-0.06
2/ Descomposición de la relación de costos totales a ingresos totales (GT/IT)*		
Gastos totales/Ingresos totales	53.9%	49.6%
Gastos de intereses/Ingresos totales	18.5%	15.6%
Gastos administrativos/Ingresos totales**	22.0%	20.7%
Gastos provisiones/Ingresos totales	7.2%	6.8%
Gastos impuestos/Ingresos totales***	6.3%	6.4%
Cambio en gastos totales/Ingresos totales (puntos porcentuales)		-4.32
Contribución gastos de intereses		-2.87
Contribución gastos administrativos		-1.24
Contribución gastos provisiones		-0.35
Contribución gastos impuestos		0.14
Descomposición de la productividad del activo (PA)		
PA = IT/A = (II + IF + OI)/A	16.9%	16.3%
II = Ingresos intereses/A	8.2%	7.4%
IF = Ingresos inversiones/A	8.7%	8.9%
OI = Ingresos no financieros netos/A	0.0%	0.0%
Cambio en PA (puntos porcentuales)		-0.58
Contribución		-0.8
Contribución IF		0.25
Contribución OI		-0.01

Definición de las variables:

ROE: rentabilidad del patrimonio, ROA: rentabilidad del activo, AP: apalancamiento.

MG: margen de ganancia, PA: productividad del activo, IT: ingreso total, A: activo, P: patrimonio, GT: gastos totales

1/ No incluye el cálculo del efecto cruzado de las variables.

2/ El margen de ganancia puede expresarse como: 1- (gastos totales/ ingresos totales).

* Los gastos no incluyen depreciaciones ni ajustes por inflación y los ingresos corresponden a la suma de los ingresos de intereses más los ingresos financieros diferentes de intereses netos más el neto de las cuentas no operacionales.

** No incluye gastos de impuestos.

*** Incluye la totalidad de los tributos pagados por las entidades.

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Fed. Ello produjo una desvalorización de las inversiones en TES, particularmente durante el segundo semestre de 2013. A junio de 2014, la moderación de las utilidades se explicaba por una reducción de la productividad del activo, resultante de los menores ingresos por cartera. Pese a que la cartera exhibe un comportamiento relativamente estable con crecimientos alrededor del 10%-11% real, sus continuas expansiones duplican el crecimiento esperado de la economía para 2014 (4.6%). Si bien en el corto plazo la *cartera vencida + castigos/cartera bruta* aún no desborda el 8% histórico reciente, es claro que el crecimiento del crédito ha incrementado los niveles de endeudamiento de los hogares, dejando la relación servicio de la *deuda/ingreso disponible* en el 35% (niveles solo vistos durante el período precrisis 1995-1997), en un ambiente alcista en las tasas de interés.

Así, los síntomas de recalentamiento de la economía colombiana, ya comentados, han llevado al BR a incrementar su tasa repo-central en 100pb durante abril-julio de 2014, ubicándola en un 4.25%. Anif considera que el entorno macroeconómico nacional seguramente amerita que el BR lleve su tasa repo hacia el 5% al cierre de 2014, lo cual implica alcanzar niveles de “neutralidad” a tasas del 2% real para poder contener las presiones en las brechas de Producto e inflación, ver *Comentario Económico del Día 12* de agosto de 2014. De esta manera continuaría el “aterrizaje crediticio suave”, con una expansión de la cartera convergiendo hacia niveles del 8%-10% real al cierre de 2014, siendo ello un poco más consistente con un crecimiento esperado de la economía del 4.6% para este año, ver *Informe Semanal* No. 1209 de marzo de 2014. 



El Indicador Bancario de Referencia (IBR):

Su tránsito del mercado monetario hacia el de capitales *

En Colombia, la tasa de interés DTF (promedio de los depósitos a término fijo) opera como el principal referente de las condiciones de captación de dineros y de su transmisión al lado activo del balance financiero, dado que el grueso de los préstamos se pacta a la DTF + un *spread* de riesgo crediticio.

Sin embargo, dicha DTF no captura adecuadamente las “apuestas” de liquidez que hacen los bancos ante el Banco de la República (BR) y, además, esta tarda en recoger los ciclos financieros. Por ejemplo, durante la fase de expansión monetaria del período junio de 2012-marzo de 2014, la brecha de la DTF frente a la tasa repo-central llegó a promediar hasta 80 puntos básicos (pb), cuando, en teoría, no debía superar los 25-50pb. Para mejorar la medición de la liquidez financiera, los bancos y las autoridades económicas pusieron en marcha el Indicador Bancario de Referencia (IBR) desde principios de 2008. Dicho indicador es una tasa de interés que

refleja el costo al cual los bancos están dispuestos a captar-colocar recursos en el corto plazo y tiene la bondad de comprometer recursos, de tal manera que sus “apuestas” conllevan costos y beneficios potenciales.

Actualmente, el IBR se calcula para tres plazos (*overnight*, 1 mes y 3 meses), lográndose una adecuada expansión de su horizonte, de tal manera que dicho IBR debe poder posicionarse también como un indicador relevante de anclaje de operaciones a largo plazo en el mercado de capitales. Si bien el anclaje de las operaciones al IBR ha venido despertando interés, todavía dominan las referidas a la DTF (con todo y sus imperfecciones). Esto quiere decir que la calidad de la transmisión del canal crediticio, pasando de la repo-central hacia la DTF, es susceptible de mejorarse aún más si un mayor porcentaje de las operaciones crediticias tuviera como referente el IBR + el *spread* de riesgo crediticio. Lo mismo aplicaría para las operaciones de derivados sobre tasas de interés.

En esta edición de *Contraparte* analizaremos el posicionamiento del IBR dentro del mercado de capitales local. En la primera sección describiremos las ventajas del IBR frente a la DTF, así como las características de su esquema de formación. Posteriormente referenciaremos su evolución como tasa de indexación de la economía colombiana. Por último presentaremos las conclusiones más relevantes sobre este particular.

El esquema de formación del IBR

Como ya lo mencionamos, el IBR es una tasa de interés que refleja el costo de fondeo-colocación de corto plazo de un conjunto de agentes compuesto únicamente por bancos representativos y homogéneos en

* Corresponde al *Informe Contraparte* No. 5 de junio de 2014.

materia de riesgo, solvencia y liquidez. Así, dicho indicador captura “el precio” al que el sistema bancario está dispuesto a prestar y captar recursos en el mercado monetario.

El IBR es un indicador más fidedigno que la DTF sobre las condiciones del mercado monetario, debido a que están de por medio “apuestas” de recursos tanto en la oferta como en la toma de dineros. En cambio, la DTF simplemente corresponde a un promedio ponderado (por monto) de la remuneración que reconocen todos los establecimientos de crédito (bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento) a las captaciones con CDTs para el plazo exacto de 90 días. Es decir, la DTF es el precio de un producto de captación específico, el cual se determina con base en información de agentes heterogéneos en términos de estructura de fondeo, donde pueden influir costos distintos a los financieros (como los asociados a la red de oficinas y a la fuerza comercial, entre otros).

Otra virtud del IBR es que se calcula diariamente para todos sus plazos, capturando la situación de liquidez actual. Por el contrario, la DTF se determina semanalmente con base en la información recogida durante los 5 días hábiles anteriores a su período de vigencia, motivo por el cual termina reflejando condiciones de mercado de forma rezagada.

Como ya lo mencionamos, el IBR se calcula para tres plazos: un día (*overnight*), 1 mes y 3 meses. El esquema de formación está compuesto por diez bancos: ocho son participantes activos y los dos restantes son aspirantes, los cuales entrarán a formar parte del esquema cuando algún participante se retire voluntariamente o sea expulsado. Dichos bancos son elegidos por períodos de un año de acuerdo con una metodología de selección que contempla indicadores CAMEL, así como la calificación de riesgo de corto plazo y el monto

de las posiciones activas-pasivas indexadas al IBR.

A continuación se explica la metodología de cálculo del IBR para dichos plazos:

IBR overnight:

- Diariamente, cada uno de los ocho participantes cotiza una tasa *choice* que refleja su postura de liquidez para el plazo a un día.
- El BR recibe las cotizaciones y calcula su mediana, la cual operará como el IBR.
- Aquellos bancos cuya cotización fue inferior al IBR otorgan créditos interbancarios a cada uno de los participantes con cotizaciones superiores al IBR.
- Dichos créditos interbancarios deben ser operaciones “*delivery*” por un monto de \$5.500 millones y deben estar indexados al IBR. En total, cada banco recibe o coloca créditos por un valor de \$22.000 millones.

IBR a 1 y 3 meses:

Para dichos plazos, el IBR se calcula diariamente a partir de la cotización de un *swap* de tasa de interés en la modalidad fija-variable. En este caso, el esquema funciona así:

- Diariamente, cada uno de los ocho participantes cotiza una tasa que refleja sus expectativas de tasas de interés a 1 mes y a 3 meses vista.
- El BR recibe las cotizaciones y calcula la mediana, la cual será el IBR para cada uno de los plazos mencionados y actuará como la tasa de referencia para la parte fija del *swap*. La parte variable de dicho *swap* será el resultado de componer el IBR *overnight* durante la vigencia de la operación.
- Aquellos bancos cuya cotización fue superior a la mediana entrarán

en el *swap* como compradores, recibiendo tasa variable y pagando tasa fija. Por el contrario, aquellos participantes con cotizaciones inferiores a la mediana serán vendedores del *swap*, recibiendo tasa fija y pagando tasa variable.

- El BR determina aleatoriamente las parejas de bancos que suscriben el *swap*.
- Al vencimiento del *swap*, las partes intercambian la diferencia de tasas (fija-variable) por el nominal pactado.
- Dichos *swaps* se realizan bajo la modalidad “*non-delivery*” sobre un monto nominal de \$3.000 millones para cada plazo.

Evolución en el mercado local

Desde su entrada en operación, en enero de 2008, el IBR ha seguido muy de cerca el comportamiento de la tasa repo del BR, ubicándose levemente por debajo de ella. En contraste, la tendencia de la DTF es bastante volátil, generando brechas importantes frente a la repo-central en las fases de expansión monetaria, las cuales tienden a corregirse lentamente en los períodos de contracción.

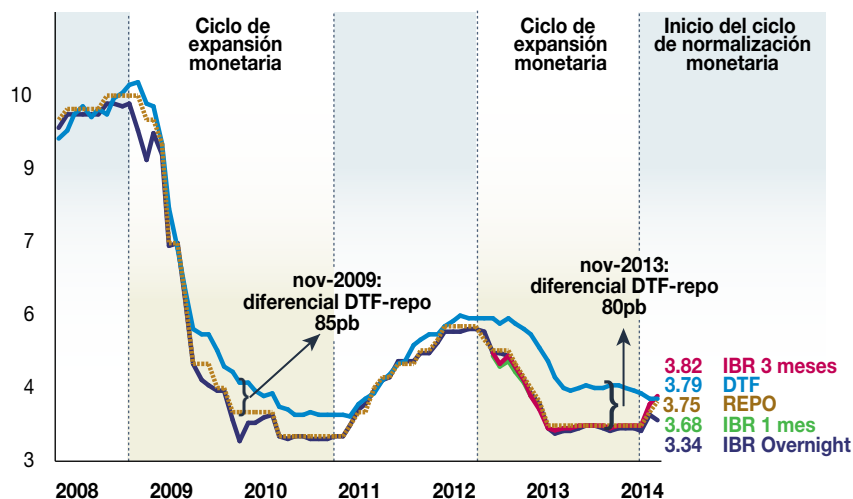
Por ejemplo, durante junio de 2012-marzo de 2013, el BR adoptó una política monetaria expansiva, llevando la tasa repo del 5.25% al 3.25% (-200pb). En dicho período, el IBR *overnight* disminuyó en -208pb (del 5.23% al 3.15%), mientras que la DTF se redujo tan solo en -88pb (del 5.45% al 4.57%), reflejando un enorme rezago frente a la repo-central (ver gráfico 1). Luego, entre marzo de 2013 y el mismo mes de 2014, el BR mantuvo inalterada su tasa de intervención en el 3.25%, lo cual llevó a que el IBR *overnight* permaneciera en un nivel promedio del 3.16% y la DTF se situara en valores alrededor del 4.06%.

Recientemente, el BR ha virado hacia una postura monetaria menos

laxa, elevando la tasa repo del 3.25% al 3.75% durante marzo-mayo de 2014. Ello provocó un incremento de +24pb en el IBR *overnight* (del 3.10% al 3.34%), al tiempo que la DTF se redujo en -10pbs (del 3.89% al 3.79%). Con respecto al desempeño del IBR para los plazos a 1 mes y 3 meses, dichas referencias también han seguido de cerca la repo-central. En efecto, durante marzo-mayo de 2014, el IBR a 1 mes se incrementó en 52pb (del 3.16% al 3.68%) y el de 3 meses en 60pb (del 3.22% al 3.82%). Ello evidencia la eficacia de este indicador para transmitir de manera consistente las decisiones de política monetaria del BR a lo largo de la estructura de tasas de interés de corto plazo.

Desde la perspectiva de su utilización como precio de referencia, el IBR también ha venido ganando tracción al interior del balance bancario. Al corte de abril de 2014, las posiciones activas atadas al IBR representaron el 5.8% del activo bancario total (\$23.4 billones; 3.1% del PIB) frente al 0.1% (\$0.1 billones; 0.02% del PIB) de diciembre de 2010, ver gráfico 2. Allí se destacan los *swaps* (\$16.5 billones; 2.2% del PIB) y las colocaciones de cartera (\$6.4 billones; 0.8% del PIB). Por el lado pasivo, dichas posiciones concentraron el 6.9% del pasivo total (\$24 billones; 3.2% del PIB) respecto al 1.5% (\$3.2 billones; 0.6% del PIB) de diciembre de 2010. En este caso, sobresalen los *swaps* (\$14.9 billones; 2% del PIB) y las captaciones con CDTs (\$8.1 billones; 1.1% del PIB). Adicionalmente, el IBR ha venido ganando dinamismo como referente de indexación en las colocaciones de bonos corporativos (ver gráfico 3). Por ejemplo, en 2009, tan solo se referenció al IBR un 3.6% del total emitido en bonos (\$13.4 billones; 2.7% del PIB), mientras que el 53.9% se indexaba al IPC y el 30.6% se colocaba a tasa fija. En contraste, las colocaciones atadas al IBR durante 2013 representaron el

Gráfico 1. Tasas del mercado monetario (%; cifras al cierre de mayo de 2014)



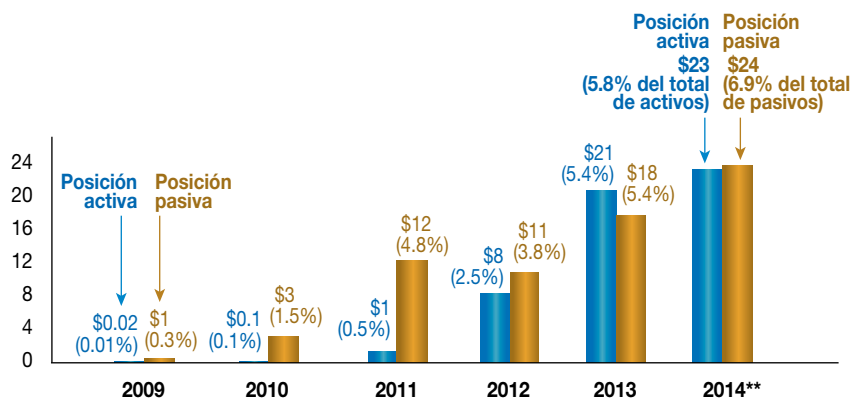
Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

16.9% del total (\$9.3 billones; 1.3% del PIB) frente al 1.9% referenciado a la DTF y al 70.6% emitido al IPC. Para 2014, con base en información observada al 12 de junio de este año, se proyecta que dicha participación se incrementará notablemente, pues los bonos indexados al IBR podrían llegar a representar cerca del 41%

del total (estimado en \$8 billones; 1.1% del PIB).

Dicho proceso de consolidación del IBR también se evidencia en el mercado de derivados. Como ya comentamos, el sector bancario ha venido tomando importantes posiciones (activas y pasivas) en *swaps* vinculados al IBR, las cuales representan el

Gráfico 2. Posiciones del balance bancario atadas al IBR* (%; \$ billones)

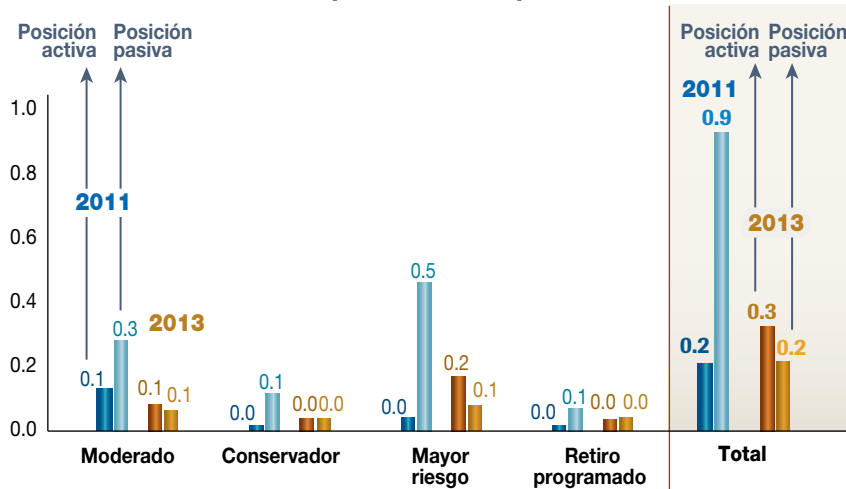


* No se incluyen posiciones de Corporaciones Financieras ni de Entidades Bancarias de Segundo Piso. Tampoco se contempla información de los *swaps* que hacen parte del esquema de formación del BR. El activo y el pasivo del sistema bancario corresponden al corte de marzo de 2014.

** Datos al corte de abril de 2014.

Fuente: Asobancaria.

Gráfico 3. Posiciones activas y pasivas en derivados con fines de inversión (% de los FPOs)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

66% (\$31.3 billones; 4.1% del PIB) del total de posiciones atadas a dicho indicador (\$47.4 billones; 6.2% del PIB). Así, el IBR le ha restado importancia a la DTF en los contratos sobre tasas de interés, concentrando cerca del 80% de dicho mercado. Allí ha sido fundamental la creación del *Overnight Index Swap* sobre el IBR, el cual constituye un gran avance para el desarrollo de curvas de valoración de activos y el diseño de instrumentos de cobertura sobre tasas de interés. Frente a este último tema cabe destacar que la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A. (CRCC), dentro de su amplio espectro de productos, compensa y liquida actualmente un futuro sobre el IBR *overnight* de la BVC, cuyos montos compensados y liquidados todavía exhiben niveles muy bajos (cerca de \$417.000 millones en términos anualizados al corte de abril de 2014; 0.1% del PIB).

¿Cómo reemplazar la DTF? (a manera de conclusiones)

Es evidente que el IBR se ha ido posicionando como referente del costo

del dinero dentro de la economía colombiana. No obstante, es necesario seguir trabajando en varios frentes para que dicho indicador acelere el desplazamiento de la imperfecta DTF. Para esto, es indispensable que todos los establecimientos de crédito (no solo los bancos) utilicen ampliamente el IBR para atar posiciones activas y pasivas dentro de su balance. Ello le daría liquidez a las referencias actuales del IBR y permitiría una transmisión más rápida y eficaz de las decisiones de política monetaria del BR, evitando los rezagos que se observan actualmente en la DTF.

Adicionalmente, es de vital importancia extender la curva del IBR hacia plazos superiores a los actuales, lo cual promovería el desarrollo de referentes de valoración para activos financieros y el diseño de productos derivados (con fines de inversión y de cobertura), particularmente sobre tasas de interés. Al respecto, cabe destacar la experiencia de México con su Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE), donde la extensión de plazos ha permitido expandir la curva de rendimientos y generar exitosamente *swaps* con maduración a 10 años.

También es fundamental que el esquema de formación del IBR preserve sus elevados estándares de transparencia y credibilidad para evitar posibles manipulaciones, tal como ocurrió con la tasa Libor hace unos años. De hecho, en la reunión anual del Comité de Mercados Emergentes de la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) de noviembre de 2012, algunos representantes de la banca colombiana, con participación activa en las discusiones relacionadas con el IBR, fueron invitados a exponer el funcionamiento de este indicador como referente internacional de buenas prácticas frente a eventuales manipulaciones. Ello obedece a que el IBR cuenta con un Comité Rector (conformado por representantes de las autoridades financieras y del sector bancario) que monitorea permanentemente su formación. Asimismo, su cálculo excluye observaciones atípicas (*outliers*), pues se determina con base en una mediana, y está sustentado en operaciones que representan derechos-obligaciones para los bancos participantes en el esquema (créditos interbancarios para el plazo *overnight* y *swaps* de tasas de interés para los plazos a 1 y 3 meses).

Por último, cabe destacar que actualmente se encuentra en trámite ante la Superintendencia Financiera la autorización para que la CRCC entre a compensar y liquidar los *swaps* con los que se calcula el IBR a 1 y 3 meses. Esto tiene como finalidad mitigar el riesgo de contraparte de estas operaciones, lo cual eventualmente permitiría: i) incrementar los montos nominales que las sustentan; y ii) ampliar sus plazos de acuerdo con las necesidades del mercado, dado que no consumirían capital ni límites de crédito por la eliminación de dicho riesgo. Todo ello contribuirá considerablemente a afianzar aún más la credibilidad y transparencia del IBR. ANIF

Desarrollos recientes del mercado de capitales en Colombia*

En Colombia, el mercado de capitales ha registrado importantes desarrollos durante los últimos años, tanto a nivel regulatorio como de instrumentos de ahorro-inversión. Allí se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del autorregulador del mercado de valores) y sentó las bases para la profundización de varios mercados (como el de derivados).

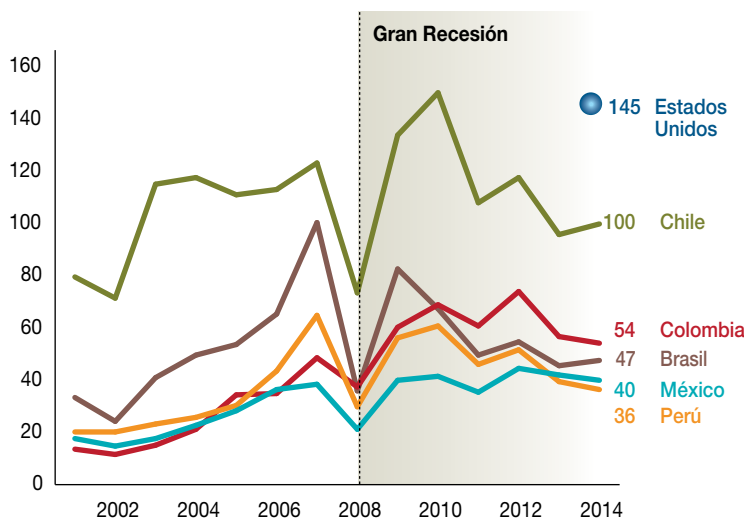
Dichos desarrollos se evidencian en varios frentes. Por ejemplo, la capitalización bursátil de Colombia aumentó del 35% del PIB en 2006 al 57% del PIB en 2013, ubicándose por encima de los niveles observados en Brasil (46%) y México (42%), pero por debajo de los de Chile (96%) y Estados Unidos (144%), ver gráfico 1. No obstante,

si se computa en dicho indicador únicamente la porción emitida por las firmas, la capitalización bursátil efectiva de Colombia tan solo asciende al 14% del PIB, señalándonos que aún queda mucho camino por recorrer. También cabe destacar el dinamismo observado en las colocaciones de

bonos corporativos. En efecto, dichas colocaciones se incrementaron de \$4.7 billones (1.2% del PIB) en 2006 a \$9.3 billones (1.3% del PIB) en 2013, alcanzando una cifra récord de \$13.8 billones (2.5% del PIB) en 2010. En lo corrido de 2014, estas emisiones ascienden a \$4.1 billones y se estima que podrían

cerrar el año alrededor de \$9 billones (1.2% del PIB), ver gráfico 2. Pese a estos importantes avances, el mercado de capitales local todavía requiere esfuerzos regulatorios y de arquitectura que sigan promoviendo su profundización y sus elevados estándares de transparencia. Por tales motivos, en esta edición de *Enfoque* analizaremos los mensajes centrales del XXVI

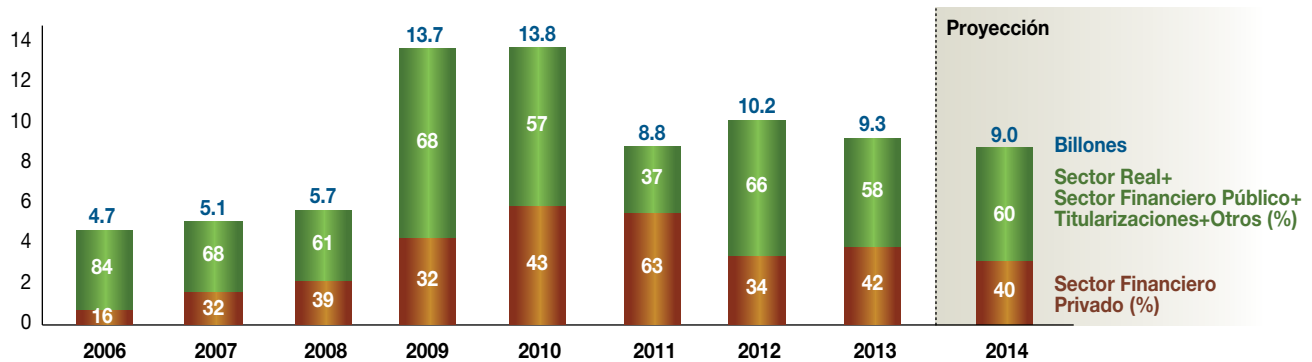
Gráfico 1. Capitalización bursátil en América Latina (% del PIB, mayo de 2014)



Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y FMI.

* Corresponde a *Enfoque* No.80 de junio de 2014.

Gráfico 2. Emisión de Bonos Corporativos
(\$ billones, 2006-2014)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Simposio del Mercado de Capitales organizado por Asobancaria (los días 8 y 9 de mayo de 2014 en Medellín). De esta manera, referenciaremos los avances más representativos en materia de regulación, así como sus retos y desafíos hacia el mediano plazo.

Avances regulatorios

Como ya lo comentamos, el mercado de capitales local ha registrado importantes avances regulatorios durante los últimos años, los cuales han estado focalizados en contribuir a su desarrollo y en salvaguardar la confianza de los inversionistas. Dentro de dichos avances, se destacan progresos referidos a nuevos productos y mecanismos de mercado, tales como:

• Fondos de Inversión Colectiva (FICs)

Son vehículos de captación o administración de dinero u otros activos pertenecientes a varios aportantes, los cuales se gestionan de manera colectiva para obtener resultados económicos (ver *Enfoque* No. 77 de diciembre de 2013). Dichos instrumentos permiten canalizar el ahorro de los agentes (hogares o firmas) hacia diferentes alternativas de inversión, registrando un importante dinamismo durante los

últimos años. En efecto, el valor total de los FICs aumentó de \$30.5 billones (5.6% del PIB) en 2010 a \$48.1 billones (6.8% del PIB) en 2013. Al respecto, se expidió el Decreto 1242 de 2013, el cual busca mejorar la eficiencia de los FICs en materia de acceso, administración y supervisión.

• Formadores de liquidez

Localmente, la baja bursatilidad efectiva se constata al calcular el índice de liquidez bursátil, el cual se ha reducido del 8% del PIB en 2010 al 6% del PIB en junio de 2014. Ello ha venido afectando la formación de precios de algunos activos financieros, como los bonos corporativos. En consecuencia, el Decreto 2279 de 2010 estableció la figura de los formadores de liquidez, cuyo objetivo consiste en incrementar la liquidez de los activos de baja bursatilidad (v. gr. bonos corporativos o ciertas acciones) en las ruedas de negociación de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Con base en esto, la Superintendencia Financiera reglamentó recientemente dicha actividad (Circular Externa 25 de 2013), la cual puede ser ejercida únicamente por las sociedades comisionistas de Bolsa. Todo ello llevó a que la BVC incorporara el Programa de Formadores de Liquidez dentro de su reglamento.

En materia de transparencia y seguridad operativa, sobresalen los siguientes avances:

• Custodia de valores

Es una actividad por medio de la cual el custodio vigila los títulos valores y/o dinero pertenecientes al custodiado (titular) para que estos recursos no sean utilizados en el cumplimiento de operaciones de las sociedades administradoras de fondos de inversión o de otros clientes. Dicha actividad permite asegurar y facilitar el cumplimiento de las operaciones sobre los activos custodiados y minimizar el riesgo operacional asociado a su negociación (ver *Enfoque* No. 75 de septiembre de 2013). En este frente, sobresale el Decreto 1243 de 2013, el cual regula la custodia de valores como una actividad independiente dentro del mercado de capitales local y garantiza la protección de los recursos de los inversionistas.

• Operaciones repo

El *impasse* de Interbolsa de finales de 2012 sirvió para que las autoridades revisaran la normatividad vigente, con el fin de identificar las fallas regulatorias que propiciaron conductas y prácticas inadecuadas por parte de algunos operadores del mercado. En consecuencia, se expi-

dió el Decreto 2878 de 2013, para mejorar la transparencia, las garantías y la seguridad de las operaciones repo, simultáneas y transferencias temporales de valores (TTVs). Por ejemplo, se acotó el apalancamiento de los clientes de los intermediarios de valores en dichas operaciones y se acogieron estándares internacionales de gestión de riesgo (ver *Enfoque* No. 78 de abril de 2014).

Adicionalmente, se destacan importantes desarrollos en otros frentes, tales como: i) la creación de nuevos índices bursátiles de la BVC, los cuales permiten reflejar de mejor manera el comportamiento de los activos del mercado local de renta variable (COLEQTY, COLSC y COLIR), de renta fija (COLTES, COLTES LP, COLTES CP y COLTES UVR) y monetario (COLIBR); y ii) la incorporación de la Bolsa de Valores de México al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), la cual se encuentra actualmente en proceso de aprobación en el Congreso mexicano, trámite que se espera que concluya en el transcurso del presente año.

Retos y desafíos

Pese a los avances ya comentados, es fundamental seguir trabajando en el desarrollo del mercado de capitales local, particularmente en la canalización de recursos de ahorro-inversión hacia actividades consideradas de vital importancia para el progreso del país.

Así, en el marco del XXVI Simposio del Mercado de Capitales se identificaron dos aspectos indispensables en el proceso de articulación del mercado de capitales con el desarrollo económico de Colombia, a saber: i) la con-

solidación de los vehículos de ahorro colectivo; y ii) la financiación de los proyectos de infraestructura previstos por el gobierno.

• *Vehículos de ahorro colectivo*

Allí figuran los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPOs), los Fondos de Pensiones Voluntarias (FPVs), los Fondos de Pensiones Públicas y los FICs. Al respecto, cabe destacar los siguientes retos:

- Con relación a los FPOs, pese a los avances introducidos por el esquema de “multifondos” (Ley 1328 de 2009) en la administración de estos portafolios (18.4% del PIB), es necesario mejorar su eficiencia a través de: i) incentivar la escogencia de fondo (conservador, moderado y agresivo) por parte de los cotizantes, con base en “criterios generacionales” pues el “portafolio de no escogencia” (*default*) es el fondo moderado, el cual concentra actualmente el 42% de sus inversiones en renta fija; y ii) repensar la relación renta variable/renta fija del “portafolio de *default*”, ya que puede estarse sacrificando Beta

Financiero (relación riesgo-retorno) frente a otros referentes regionales como Chile y Perú, ver *Enfoque* No. 69 de febrero de 2013.

- En lo referente a los FPVs, es necesario que dichos vehículos generen incentivos de ahorro asociados a su naturaleza-retorno de largo plazo y no a aspectos relacionados con exenciones tributarias.
- Respecto a los FICs, su grado de utilización a nivel local todavía es bajo, pues solo administran activos por cerca del 6.8% del PIB, cifra bastante inferior si se compara con el 14% de Chile, el 51% de Brasil y el 151% de Estados Unidos. Para promover su uso es necesario: i) ampliar su oferta de productos con valor, pasando de instrumentos del mercado intermediado a vehículos especializados-alternativos, pues actualmente cerca del 70% de los recursos de los FICs está invertido en CDTs; y ii) mejorar sus sistemas de gestión de riesgos, ofreciendo mayores niveles de experiencia en la administración de los portafolios de alto riesgo y divulgando de mejor manera los riesgos a los clientes.

• *Financiación de infraestructura*

En septiembre de 2013, el DNP emitió el Conpes No. 3760, a través del cual se dieron lineamientos sobre las concesiones viales de “Cuarta Generación” (4G). Se trata de 48 proyectos que requieren inversiones por unos \$47 billones durante los próximos 8 años (a razón promedio del 0.7% del PIB por año). Ellos podrán estructurarse bajo el marco regulatorio de las Asociaciones Público Privadas-APPs (Ley 1508 de 2012).

“ En el marco del XXVI Simposio del Mercado de Capitales se identificaron dos aspectos indispensables en el proceso de articulación del mercado de capitales con el desarrollo económico de Colombia, a saber: i) la consolidación de los vehículos de ahorro colectivo; y ii) la financiación de los proyectos de infraestructura previstos por el gobierno. ”

Para el éxito financiero de dichas estructuraciones 4G será indispensable la forma en que entren a operar los llamados “bonos de infraestructura” dentro del mercado de capitales. De ello dependerá que los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias) entren a demandar dichos bonos y les den realce dentro de sus inversiones, donde existe el potencial atractivo del calce en portafolios de largo plazo y la garantía (parcial) que representan las “vigencias futuras presupuestales” (ver *Comentario Económico del Día* 30 de octubre de 2013). Un avance en este frente es la expedición del Decreto 816 de 2014, el cual modifica el régimen de inversión de los FPOs, permitiéndoles invertir en dichos bonos (hasta un 5% en el fondo moderado y hasta un 7% en el agresivo).

A la fecha, se han adjudicado seis concesiones 4G del primer paquete de nueve proyectos, las cuales requieren inversiones cercanas a \$11 billones (1.4% del PIB). Para consolidar este ambicioso plan de infraestructura, se requiere:

- Aclarar los términos de los contratos de estas concesiones (plazos, garantías, riesgos, descalces, etc.), lo cual permitirá aumentar el número de proponentes que se presentan.
- Atraer inversionistas internacionales, lo cual implica: i) dar a conocer “la oferta de valor” (atractivo financiero) de cada concesión; ii) la posibilidad de financiación de vigencias futuras en dólares; y iii) la fragmentación de algunos proyectos en unidades funcionales más pequeñas.
- Lograr una alineación de riesgos e incentivos para que las AFPs demanden los bonos de infraestructura, de acuerdo con lo establecido por el Decreto 816 de 2014. En este aspecto será indispensable que las AFPs no entren a gestionar los riesgos de la



fase de construcción (problemas ambientales, con las comunidades y de predios).

- Asegurar el “cierre financiero” de estos proyectos, pues los bancos locales han anunciado que no estarían en capacidad de proveer financiación a los plazos requeridos (15-20 años). Allí resultarán clave los recursos de las multilaterales (CAF, BID, Banco Mundial) canalizados a través de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN).
- Liderazgo del Gobierno Central en materia de infraestructura regional, a través de una rectoría (operativa, técnica y financiera) para asegurar un uso adecuado de los recursos públicos y la prioridad de los proyectos (ver *Comentario Económico del Día* 15 de mayo de 2014).

Por su parte, cabe destacar otros frentes que encierran enormes retos para el mercado de capitales en materia de implementación, tales como: i) la convergencia hacia las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) durante 2014-2015; ii) la promoción de la inclusión financiera, donde se destaca el Proyecto de Ley sobre acceso a los servicios financieros transaccionales, el cual se encuentra actualmente en

trámite dentro del Congreso; y iii) el acceso de las Mipymes al mercado de capitales, en lo cual se ha venido trabajando con el Proyecto de Decreto sobre Segundo Mercado.

Conclusiones

Hemos visto cómo, durante los últimos años, el mercado de capitales colombiano ha registrado importantes avances regulatorios, los cuales han estado focalizados en contribuir a su desarrollo-competitividad y en salvaguardar la confianza de los inversionistas. En efecto, actualmente se cuenta con una normatividad acorde con las mejores prácticas internacionales en materia de FICs, custodia de valores y operaciones repo, entre otros aspectos. Sin embargo, es fundamental seguir trabajando en su desarrollo y profundización, particularmente en la canalización de recursos de ahorro-inversión hacia actividades de vital importancia para el progreso del país. Dicha labor encierra importantes retos, especialmente en lo relativo a la consolidación de los vehículos de ahorro colectivo y la financiación de los proyectos de infraestructura previstos por el gobierno. Adicionalmente, es necesario avanzar en los siguientes temas: i) la convergencia hacia las NIIF; ii) la inclusión financiera; y iii) el Segundo Mercado. 



Entrevista a **JORGE HUMBERTO BOTERO**

(Presidente de Fasecolda)

Bienvenido a *Carta Financiera* Dr. Botero. Llega usted a un sector como el de los seguros que es transversal a muchos de los temas prioritarios que tiene la agenda económica del país. Gracias a ello nos podemos mover entre diferentes temas de la estructura económica nacional. En lo referente al tema pensional y hablando de las AFPs, poco a poco estamos transitando de la etapa de ahorro a la de desahorro-desacumulación. ¿Qué se está haciendo en Colombia para mejorar la oferta de rentas vitalicias y los esquemas de retiro programado, de tal manera que evitemos aquí lo ocurrido en Chile, donde este mercado ha sido poco competitivo, con perjuicio para los pensionados?

JORGE HUMBERTO BOTERO: Antes de tocar el tema de rentas vitalicias, que es un producto importante en fase de desacumulación, lo que hay que empezar diciendo es que la cobertura del sistema pensional es baja, pues muy poca gente cotiza y buena parte de esta no logra llegar a la edad de retiro con una pensión. Así que yo creo que hay que comenzar por ahí. El país requiere una reforma pensional estructural que resuelva este problema de baja cobertura, los problemas de falta de equidad del sistema pensional de reparto y los problemas de sostenibilidad financiera.

La baja cobertura es evidente en el sistema. En este frente existen diversas medidas para un sistema pensional y Colombia falla en todas ellas. La primera medición hace referencia al número de pensionados sobre el número de personas en edad de pensión; a diciembre 2013, este indicador era del 30.1%. La segunda medición no se concentra en la población pensionada actual, sino en los potenciales pensionados futuros y se mide como el porcentaje de cotizantes activos sobre la población económica activa; para diciembre de 2013, este porcentaje era del 31.7%. Bajo cualquier medición, la cobertura actual del sistema pensional y la que se prevé en un futuro, si no se realizan cambios, son deficientes. Cada uno de los porcentajes no solo refleja la población que tiene o tendrá una pensión, si no más importante aún, aquella que se encuentra desprovista de protección convirtiéndose en una carga para el Estado.

En materia de la equidad del sistema pensional, los problemas tienen varios frentes. Por un lado, la diferencia en condiciones para los afiliados y los pensionados entre los dos regímenes tiene como resultado que dos personas con la misma edad, género e historia laboral podrán tener pensiones sustancialmente mayores en el RPM que en el RAIS (pueden

darse diferencias hasta del 40%), y al contrario, en caso de no pensionarse, los afiliados al RAIS tendrán una devolución de saldos que puede triplicar o cuadruplicar el monto otorgado como indemnización sustitutiva en el RPM. Estas diferencias son fuente de inequidad y carecen de sentido. Otras fuentes de inequidad provienen de la barrera para ingresar al Sistema Pensional que consiste en cotizar por al menos un salario mínimo legal. Y una última fuente proviene de la forma en cómo se atribuyen los subsidios a los pensionados, donde es claro que los mayores subsidios son para el 20% más rico de la población (que recibe el 80.8% de la totalidad de los subsidios).

ferir pasivos descubiertos a las futuras generaciones, por un sistema de ahorro o capitalización de los aportes. Lo que en el proceso político del año 1993 no se pudo hacer, habría que intentarlo ahora, es decir, tener un único pilar de capitalización, de tal manera que los trabajadores hagan el esfuerzo de construir sus propias pensiones. Y esto se complementaría con pilares de carácter parafiscal e incluso fiscal si fuese necesario para completar esos esfuerzos de ahorros en pro o beneficio de aquellos sectores de ingresos bajos de la población, que a una determinada fecha de retiro no logren tener un ahorro suficiente para financiar sus pensiones. Es extraño que hasta ahora este gobierno reelegido no haya habla-

“ El país requiere una reforma pensional estructural que resuelva este problema de baja cobertura, los problemas de falta de equidad del sistema pensional de reparto y los problemas de sostenibilidad financiera. ”

En materia de sostenibilidad financiera, el déficit pensional a cargo de la Nación debería disminuir en los próximos años, según el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Pero esto es consecuencia de que el número de personas que efectivamente alcanzarán una pensión en el Régimen de Prima Media es bajo. Por ello, hacia futuro, cualquier cambio que se proponga para aumentar la cobertura debe buscar que el sistema sea sostenible en el mediano y largo plazo. Así, esa reforma pensional a nuestro modo de ver debería basarse en el cambio parcialmente frustrado que fue la Ley 100. La propuesta del gobierno de la época consistía en sustituir el sistema público que es totalmente desfinanciado y lo que hace es trans-

do de pensiones y es extraño porque ese es un problema social bien grave. De hecho, dadas las insuficiencias del sistema pensional, este gobierno en algún momento deberá abordar esta discusión.

Ahora, siempre hay la tendencia de postergar la solución del problema pensional por una razón muy obvia, digamos de economía política. Esta es que los costos políticos se pagan hoy y los beneficios son futuros y, por ende, la corta edad del ciclo político hace que los políticos sean poco atinados para enfrentar estas reformas. Nuestra posición, cuando esta discusión se dé, es la que le acabo de anunciar ahora. Y el gran reto del gobierno será cómo llegar a una discusión pública inteligente,



de una manera fluida, en un tema tan contencioso como este.

Pienso que hay un precedente muy importante que viene de Chile y es la reforma que hizo este país hace unos cuantos años, a través de la llamada Comisión Marcel. Allí, lo que el gobierno chileno hizo fue convocar a un grupo de expertos libres de toda atadura política para que le hicieran unas propuestas. Estas propuestas serían luego analizadas por el gobierno para tener un consenso interno y llevarlas a los foros políticos. Creo que aquí habría que hacer algo semejante. Si el gobierno comienza con una

propuesta como la que mencioné, de perfilar un pilar único con módulos fiscales y parafiscales de apoyo en pro de los trabajadores más pobres, es probable que la reforma no prospere. Asimismo, si se tomara la posición de ciertos sectores sindicales que promueven marchitar el Régimen de Ahorro Individual y volver atrás, como ciertamente algunos lo piensan, pues obviamente la discusión no va a llegar a ningún lado. Por ello, a partir de ese reconocimiento de que esta es una materia totalmente contenciosa tiene sentido pasar a una instancia como esta de la Comisión Marcel que

se usó en Chile. Aquí podría hacerse algo semejante, que es lo que le hemos planteado al Gobierno Nacional.

Respecto a las rentas vitalicias, pues estas son cruciales en la fase de des-
acumulación del sistema. En efecto, cuando el trabajador ahorra o cotiza para una pensión durante toda su vida activa y llega el momento de la pensión, en el Régimen de Ahorro Individual tiene fundamentalmente dos posibilidades: el retiro programado y la renta vitalicia. El retiro programado es simplemente la des-
acumulación de lo que se ahorró hasta que se llega a un nivel mínimo en el cual los recursos deben ser trasladados a la modalidad de renta vitalicia. Si el beneficiario muere antes de que se acabe y hay un remanente, pues este le quedará a los herederos. ¿Cuál es el problema de este esquema? Que hay un riesgo de que el capital se reduzca significativamente porque la persona viva más de lo que estaba previsto o porque la tasa de interés del mercado no da.

El mecanismo para conjurar ese riesgo es la renta vitalicia. Este mecanismo, como su nombre lo indica, garantiza una mesada ajustable por inflación durante toda la vida del o de los beneficiarios del seguro. En Colombia se ha dado poco desarrollo de las rentas vitalicias. En particular, hay un factor que inhibe este mecanismo y es el llamado riesgo de salario mínimo. Cuando el capital de que dispone el trabajador que va a pensionarse genera una pensión que puede ser escasamente superior al salario mínimo, y como ninguna pensión puede ser por ley inferior al mínimo, el asegurador podría verse forzado a poner sus propios recursos para complementar o financiar la pensión en el caso de que el salario mínimo supere el valor de la pensión corregida por inflación en el tiempo. Como ese es un riesgo político, ninguna aseguradora lo cubre. Así, lo que estamos buscando es que el gobierno asuma esta cobertura como un riesgo que gravita sobre las finanzas públicas y, si ese mecanismo

“En el tema de las reservas técnicas, te puedo comentar que luego de un proceso muy largo en el que estuvimos involucrados, el gobierno hizo reformas al régimen de reservas técnicas basado en criterios elementales de reflejar adecuadamente los riesgos o el costo de los riesgos y basado también en la necesidad de colocar al país en materia de seguros a tono con las regulaciones internacionales.”

se adopta, el problema de falta de rentas vitalicias para los trabajadores de bajos ingresos, que hoy es un problema bien grave por los riesgos que ya mencionamos de extra-longevidad y desfase en las tasas de interés, quedaría corregido. Ahora, este riesgo de salario mínimo es un caso típicamente colombiano. Esto es así porque en ninguna parte del mundo salvo en Colombia existe la regla según la cual las pensiones no pueden ser inferiores al salario mínimo y el salario mínimo se ajusta año tras año con base en consideraciones puramente políticas. Esto es así pues se acoge la fórmula de inflación más productividad, pero sucede algo curioso, o más bien absurdo, y es que la productividad se negocia como si no fuera una variable que se mide y no que se negocia. Esto es tan absurdo como decir que se va a negociar cuánto va a ser el crecimiento del PIB. Pero bueno, este es un problema típicamente colombiano que tiene que tener una solución colombiana y es lo que le hemos planteado al gobierno de tiempo atrás, pues debe darse una cobertura pública a un riesgo que es incalculable por el carácter político, y que las compañías aseguradoras no asumirán.

Respecto del sistema chileno, no comparto que el sistema haya sido poco competitivo. La cotización electrónica de rentas vitalicias, en un entorno libre de riesgo político, ha permitido que en Chile la participación de las rentas en el total de modalidades de pensión sea del 43% y no tan sólo del 4% como ocurre en Colombia. Adicionalmente, las comisiones de intermediación bajaron de un promedio de 4.40% en el periodo 2000-2003, a 1,76% en los años posteriores a la entrada de operación del sistema de

cotización electrónica, 2004. Como lo explique anteriormente las rentas tienen ciertas ventajas sobre las otras modalidades de pensión, ventajas; que por restricciones del mercado Colombiano relacionadas con la inestabilidad jurídica y el riesgo de salario mínimo, no han podido ser disfrutadas por buena parte de los afiliados al Régimen de Ahorro Individual.

C.F.: Pese a lo que usted menciona, sentimos que a nivel gremial no existe entusiasmo con la idea de una reforma pensional. Además, como ya mencionó, continúa el desequilibrio generado por un incremento del SML superior a la productividad y unas reservas técnicas que hay que ajustar en esa magnitud para evitar descalces financieros. ¿Qué tan optimista está usted frente al espacio que habría para una even-

tual reforma pensional paramétrica, incluyendo elevar la edad de la pensión, como ocurre en el resto del mundo? ¿Qué solicitaría usted en materia de manejo de reservas técnicas de los seguros?

J.H.B.: Te complemento el tema que estaba mencionando del salario mínimo con esto: en la medida en que la inflación sea más baja, el riesgo de que se aumente el salario mínimo por encima de la inflación en una proporción notable es mucho mayor. Por ejemplo, la inflación del año pasado fue cercana al 2% y el aumento del salario mínimo fue del 4.5%, es decir más del doble de la inflación. En cambio, si la inflación hubiera sido el 21%, por decir cualquier cosa, y el SML aumentara en el 22%, pues no habría problema. El riesgo es que las tasas de inflación bajas generan un alto riesgo de desfase del salario mínimo con relación a la inflación y la productividad de la economía, de tal manera que por la puerta de atrás podríamos revertir las ganancias en formalidad. Esto significa que iríamos en contravía de las decisiones que ha tomado el gobierno en materia de desmontes de parafiscales o sería una contrarreforma laboral frente a los esfuerzos encomiables que ha hecho el gobierno en pro de la formalización. Así que es un riesgo bien complicado que ya se materializó el año pasado. Ahora, obviamente era año electoral y año reelectoral y esto explica cierto incentivo del gobierno a aumentar el SML muy por encima de la inflación y de la productividad de la economía. Sin embargo, yo me limito a señalar que continuar por esa tendencia significaría borrar con el codo lo que se hizo con tanto esfuerzo y con tan buen resultado en la reforma tributaria de 2012.



En el tema de las reservas técnicas, te puedo comentar que luego de un proceso muy largo en el que estuvimos involucrados, el gobierno hizo reformas al régimen de reservas técnicas basado en criterios elementales de reflejar adecuadamente los riesgos o el costo de los riesgos y basado también en la necesidad de colocar al país en materia de seguros a tono con las regulaciones internacionales. Así que allí no tenemos dificultad, estamos en un proceso de implementar las nuevas disposiciones de reservas, pero no hay dificultad.

En cuanto a la reforma pensional paramétrica, esta es absolutamente indispensable. ¿Por qué? Porque es absolutamente evidente que la expectativa de vida de la población colombiana está aumentando y, por ende, si queremos conceder pensiones adecuadas hay que acotar el período

de duración media de las pensiones, incrementando las edades para acceder a ellas, porque de lo contrario lo que hacemos es recaer en una proporción demasiado elevada sobre los recursos de orden fiscal. Te puedo decir que ya en el presupuesto de la Nación de 2015, el gasto en pensiones es el 20% del gasto total (sin deuda). Y esta es una cifra que hay que poner en contexto con otras, como por ejemplo el gasto en educación o el de defensa, que representan el 17%, cada uno, en el presupuesto del próximo año. Entonces habría que hacer ese ajuste paramétrico en el sistema. ¿Cómo hacerlo? En primera medida habría que eliminar el sistema público de prima media. Dicha eliminación se debería dar cerrando el ducto de entrada a nuevos trabajadores, sin afectar a los actuales para respetar las expectativas legítimas de los afiliados actuales a dicho sistema. En últimas se

trata de hacer ajustes para los afiliados que están lejos de la pensión, no los que se van a jubilar pronto. Y, en todo caso, para efectos de los mecanismos de solidaridad que complementan el ahorro pensional, también habría que subir las edades como ocurre en todas partes del mundo. No hay ninguna razón técnica para no hacerlo, es simplemente falta de voluntad política del gobierno o de los gobiernos que no se atreven a tomar esas decisiones. Pero uno esperaría que el segundo gobierno del presidente Santos, que ya no es reelegible, pues tenga mayor grado de libertad para gastar su capital político en reformas que son indispensables para el país. Esperemos a ver si eso ocurre o no.

C.F.: En el frente de la infraestructura, se ha dicho que parte de las dificultades de cierre de los proyectos (aún en el caso del 4G) tiene que ver con la carencia de pólizas de aseguramiento para los constructores. En el pasado, ¿qué efecto tuvieron sobre el negocio de los seguros proyectos que salieron mal, como Commsa o Bogotá-Girardot? ¿Qué está haciendo la industria por mejorar en este frente? Si la ANI logra estructurar bien los proyectos y acotar los riesgos, ¿caerían las tarifas de aseguramiento? En este último frente, ¿cómo se compara Colombia con pares regionales como Chile o Perú?

J.H.B.: La pregunta parte de una premisa que no creo que sea correcta. De los proponentes en los proyectos que se están concesionando y que vinieron al sector asegurador a demandar



Ana María Zambrano, subdirectora de Cámaras Técnicas de Autos y Transporte; Jorge Humberto Botero, presidente de FASECOLDA; Alejandro Vera, vicepresidente de ANIF.

seguros de cumplimiento para poder participar en esas licitaciones, casi todos ellos obtuvieron los amparos del sector asegurador. Es decir que un posible déficit o falta de aseguramiento no es un factor que esté retrasando el desarrollo de los proyectos de infraestructura. Las demoras provienen de otros factores, en los procesos de estructuración, en los procesos del cierre financiero, en los procesos de comprometimiento de vigencias futuras, de estructuración del capital de la Financiera de Desarrollo Nacional y otras cosas; pero lo que te puedo decir categóricamente es que aseguramiento de esas primeras fases (de construcción), que son los seguros de cumplimiento para poder participar en licitaciones y todos los seguros que vienen en la fases posteriores a la adjudicación (seguros de responsabilidad civil, de estabilidad), todos esos seguros se han dado.

Las compañías de seguros han trabajado con los candidatos para obtener los proyectos, las compañías de reaseguros están siguiendo esto con enorme entusiasmo y las pólizas mismas que fueron desarrolladas por la ANI fueron desarrolladas en consulta con nosotros y ahí no hay ninguna dificultad. De hecho, eso en parte explica por qué están llegando compañías nuevas de seguros al país.

Ahora, en los casos en que hubo fallos o errores, como los casos que se mencionan, pues dichas fallas estaban aseguradas y las compañías de seguros han sabido cumplir los siniestros que corresponde. No hay un solo litigio pendiente, no hay una sola reclamación pendiente que se sepa. Aquí hay que aclarar que el sector se pudo ver afectado por esto, pero esa es una de la funciones de los seguros, mitigar los riesgos cuando estos se materializan. ¿Cuáles son las funciones de los seguros? Los seguros sirven fundamentalmente para dos cosas: la primera es prevenir los riesgos. El seguro es un mecanismo

“ Resulta absurdo que hagamos el esfuerzo de modernización de la infraestructura si no es para usarla de manera óptima. No podemos tener camiones de 20 o 30 años que no pueden ir a más de 60km/h y que no pueden cargar más de 5 toneladas por vías que tienen especificaciones para camiones de 50-70 toneladas que pueden ir a 110km/h.”

de prevención en la medida en que el suscriptor de seguros evalúa la calidad de los riesgos y a veces, con base en su conocimiento y experiencia, induce al tomador de seguros a que adopte determinadas prácticas de mitigación de riesgos que reducen el costo de las primas y la posibilidad de ocurrencia de los siniestros. Por otro lado, el seguro cumple una función clara de mitigación de riesgos. Cuando ya los riesgos ocurren, que pueden ocurrir o no ocurrir, pues obviamente la función del seguro es pagar las indemnizaciones. Esa es parte de su cometido. De modo que si las compañías de seguros tienen que salir a cubrir los riesgos, pues lo hacen. Que yo sepa, no existe ninguna reclamación por obras de infraestructura que estén pendientes. En el tema del acotamiento de riesgos y caídas en tarifas de aseguramiento, debo decir que esa es una pregunta demasiado general, pues tendríamos que hablar de ramos específicos y campos específicos en que pueden caer las tarifas. Ahora, en general, cuando la masa asegurada crece y cuando los riesgos se acotan, y si además hay competencia intensa como la que hay, las primas tienen que caer, es un fenómeno del mercado. Con referencia a la comparación internacional en términos de tarifas con nuestros pares regionales, no hay diferencias sustanciales que yo sepa.

Claro, el peso de cada tipo de riesgo es distinto, porque, digamos, los riesgos sísmicos son mayores en Chile o en México que en Colombia por conocimiento general, pero no sé de cambios sustanciales en esas materias. Cuando los riesgos son naturales, las técnicas de aseguramiento de mitigación son muy parecidas. Ahora, con relación a los riesgos de cumplimiento, que son los riesgos contractuales, esos sí son riesgos que se definen en cada país, porque dependen de los contratos de construcción y de concesión que son parecidos, pero con un cierto grado de diferencia de un país a otro. En resumen, los criterios para asumir riesgos de la naturaleza son muy homogéneos y los riesgos de tipo contractual sí obedecen a la realidad de cada país y a los tipos de contratos que el gobierno tenga establecidos. Además yo no creo que alguien pueda levantar la mano y decir que las tarifas de aseguramiento en Colombia son muy costosas comparadas a nivel internacional. No lo creo, no lo he escuchado, nadie lo ha dicho y creo que hoy tenemos un sector con bastantes grados de competencia. Además, el valor de las primas está muy determinado por los costos de reaseguro y estos son función ya de mercados globales. De tal manera que por la vía del reaseguro también llegan señales de precios internacionales que tienden a que haya cierto grado,

aunque no total, de homogeneidad en las primas de los distintos amparos.

C.F.: Un estudio reciente de Fasecolda sobre el parque automotor colombiano encontró que la vida útil de los camiones de carga colombianos supera el promedio mundial y regional. Se menciona, por ejemplo, que en Brasil los camiones no pueden superar los 13 años, en Chile los 12 años y que en países desarrollados como Estados Unidos o Francia no superan los 7 años. En cambio, en Colombia la flota de carga puede durar hasta 20 años en promedio. ¿Dicho estudio puede ayudar a explicar lo que ha mencionado Anif sobre incremento en la oferta de vías, pero sin que ello se vea reflejado en la reducción de los fletes de carga?

J.H.B.: Aquí hay un problema grave de la regulación que permite vidas útiles mucho más prolongadas a los camiones que las que se dan en otros países. Esto tiene dos efectos perversos:

primero, impide el aprovechamiento óptimo de la nueva infraestructura, porque la nueva infraestructura ha sido construida en función de equipos más modernos. Y segundo, frena las ganancias en eficiencia y, por ende, la reducción en el costo de fletes, escenarios hacia los cuales el país debería progresar rápidamente para poder ser más competitivo internacionalmente. O sea, en un país en el que por distintos factores, entre ellos los topográficos, los fletes son altos, deberíamos estar haciendo esfuerzos muy sustanciales para reducirlos. Una nueva infraestructura es un camino, pero ese camino se nos queda incompleto si no trabajamos en la vida útil de los vehículos. Este es un problema político y el gobierno Santos-I no lo quiso afrontar. Lo que nosotros sostuvimos en su momento, y lo volvemos a sostener ahora, es que podríamos tener una regla estricta de vida útil para los camiones entrantes al mercado y una regla flexible para los que ya están,

de tal manera que podamos irlos sacando paulatinamente del sistema de la red vial, pero no de inmediato de todas las rutas. Así, se pueden tener equipos viejos en vías terciarias y no pasa nada, pues además son equipos generalmente viejos y pequeños que se adaptan a las circunstancias, pero no se puede tener, en vías de categoría mundial, vehículos de 20 años de uso. Entonces, para los vehículos viejos podrías tener una graduación: a los 10 años salen de las rutas primarias, pero pueden seguir en las secundarias y terciarias, a los 15 años también de las secundarias y en las terciarias podrían permanecer hasta 20 años. Eso es lo que habría que hacer.

Y todo esto podría estar acompañando por una política de apoyo a los pequeños camioneros, que por mala que fuere sería más inteligente que el recurrente chantaje de las chatarrizaciones que convierten hierros viejos en productos de mercados altamente cotizados. Lo que intento decir es que el precio que pagamos a través de la política de chatarrización es un impuesto a la modernización del parque automotor del país y eso no tiene ningún sentido. ¿Cómo se puede apoyar a los pequeños camioneros? Podríamos establecer un seguro dotal donde combinas seguro y ahorro para una de dos cosas: para jubilar a los camioneros de estratos bajos cuando lleguen a la edad de retiro, o para sacar del mercado los camiones viejos y hacer reposición. En este caso, el pequeño camionero podría tal vez estar apalancado por el Estado, con una porción de la prima, para adquirir un seguro dotal que le protege su vida si llega a fallecer o que le dota de unos recursos para la reposición del vehículo en el momento en que se extinga la vida útil del vehículo. Esa es una política que podríamos adoptar pues es moderna y nos permitiría superar la absurda política de chatarrización, que es un impuesto a la modernización del parque automotor del país.





El seguro dotal es un seguro muy conocido en el mundo en el cual se combina ahorro con un seguro de vida. En otras palabras, es un producto de ahorro programado que otorga al asegurado un rendimiento financiero garantizado sobre el capital que se logre acumular, después de un número pactado de cuotas periódicas.

Así, este seguro parte del ahorro de una proporción del ingreso y para los pequeños camioneros el Estado podría subsidiar parte de ese ahorro. Esto es viable pues ya, de cualquier forma, el Estado está incurriendo en un costo a

través de la política de chatarrización que se financia con gasto público y termina siendo un impuesto a la modernización del país. Es decir, en vez de castigar al país con un impuesto a la modernización, el Estado puede hacer recaer sobre sí, digamos un subsidio, un costo que permitiría abandonar una política que le hace daño al país. La propuesta de incentivar el ahorro mediante el subsidio de un seguro dotal cobra relevancia y surge como una eficaz alternativa de apoyo al sector camionero, que permitiría enfrentar con solidez el fin de la vida útil de sus

vehículos, garantizando el cumplimiento de la norma (política de competitividad) y la permanencia activa de la base camionera en el mercado, con mejores camiones (política social).

Ahora, resulta absurdo que hagamos el esfuerzo de modernización de la infraestructura si no es para usarla de manera óptima. Por eso, ese costo social, ese impuesto a la modernización, no es grave si uno tiene una infraestructura regular como la que tenemos hoy, pero es un costo exorbitante si la infraestructura se moderniza como va a modernizarse. Ese es un problema que tenemos que enfrentar. No podemos tener camiones de 20 o 30 años que no pueden ir a más de 60km/h y que no pueden cargar más de 5 toneladas por vías que tienen especificaciones para camiones de 50 toneladas que pueden ir a 100km/h.

Otra forma de justificar ese esfuerzo fiscal que el país haría (subsidiando parte de la prima para los pequeños camioneros en ese seguro dotal) es que le quita un gravamen a la economía en su proceso de modernización y, por ende, es una economía que crece más, tributa más, y habría una compensación de nuevos impuestos con este nuevo mecanismo de seguro dotal que, como dije, le

permitiría al camionero de bajos ingresos y viejo jubilarse y al camionero que tiene un vehículo viejo financiar la reposición del vehículo, siempre combinado esto con un seguro de vida.

C.F.: Por último, estamos en un mundo globalizado, con gran apertura financiera en materia de seguros. Por ejemplo, hoy desde Colombia se puede suscribir un seguro de vida con capitalización de los aportes, usando la jurisdicción en Estados Unidos vía TLC, donde en ausencia del siniestro se tiene opción de reclamar

dichos ahorros a horizontes de 10, 15 o 20 años. ¿El mercado colombiano está ofreciendo productos similares? ¿Cómo va esa competencia global en materia de seguros?

J.H.B.: El país siempre ha alentado a los seguros contratados en el exterior en aquellas ramas en que lo eficiente son grandes montos, por ejemplo, en comercio internacional, transporte marítimo, entre otros. En estos casos siempre hemos estado abiertos. Ahora, la internacionalización de la economía, que es más reciente, impacta en la competencia por la vía del crecimiento de los capitales del sector asegurador, tanto de las compañías tradicionales como de las nuevas que están llegando, y en el crecimiento de las primas. En este último caso, las primas están aumentando sustancialmente por encima del crecimiento de la economía (15.6% vs. 5% real). Entonces, los mayores grados de competencia se dan fundamentalmente por la presencia de mayores capitales y más compañías (actores) en el mercado doméstico, que es lo que está ocurriendo.

Ahora, en el frente de suscripción de primas en el exterior con ahorro, como las que mencionas en la pregunta, te comento que estos productos son para un estrato social muy reducido, y si bien puede haberse aumentado la competencia en ese nicho, pues eso no tiene una trascendencia mayor en el negocio de las compañías de seguros en Colombia. La verdadera competencia viene dada, como te comenté, por la presencia de más capital en el sector y de mayores actores en Colombia.

A nivel personal



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

J.H.B.: En mi tiempo libre sigo haciendo lo de siempre: sigo leyendo novelas, historia, poesía, economía. De hecho, estoy leyendo una novela absolutamente fascinante: *El hombre que amaba a los perros*, de Leonardo Padura. Esta es interesantísima por dos razones. Primero, porque es una historia muy bien construida sobre el asesinato de León Trotsky en México en 1940 por un agente soviético; y segundo, porque el autor es un cubano que vive en Cuba, y que a pesar de las críticas terribles que hace a los regímenes totalitarios como el de Stalin o como el de su propio país, entra y sale de Cuba sin ninguna dificultad. Es muy interesante la novela y es muy interesante el grado de apertura política que significa que un autor cubano pueda escribir con libertad viviendo en Cuba y sin que le genere hostilidad.

La novela es sobre Trotsky y sobre su asesino, que se llamaba Ramón Mercader, quien había nacido en España y fue convertido en agente soviético para el asesinato. Mercader muere en Cuba. Ahora, la novela transcurre en tres tramos: la vida de Trotsky; la vida de Ramón Mercader, su asesino; y la vida del narrador que se encuentra con el asesino en una playa en Cuba y comienza a conversar con él. La anécdota es veraz. Ramón existió y vivió en Cuba y gran parte de la historia es verdadera. Esto en la medida en que la vida de Trotsky está muy bien documentada, aunque la de su asesino menos. Pero como novela e historia y como gran fresco del siglo XX, sobre todo del totalitarismo soviético y lo más reciente de Cuba, es fascinante.

C.F.: Muchas gracias Dr. Botero por recibirnos en su oficina. 

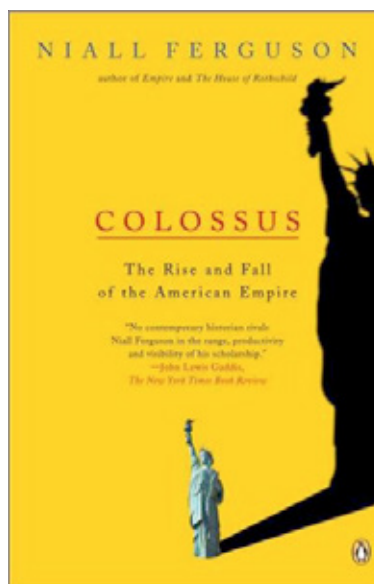
El Coloso: Ascenso y caída del Imperio Americano*

Libro escrito por: Niall Ferguson

Comentado por: Sergio Clavijo

El título de esta obra nos propone una alegoría basada en el conocido monumento del Coloso de Rodas, una de las siete maravillas del mundo que data de la época del 300 A.C., la cual se erguía unos 30 metros sobre la isla griega del mismo nombre para celebrar así su triunfo sobre el imperio de Chipre. Pero ella no cumpliría los cien años, pues el Coloso de Rodas caería de rodillas al mar, por cuenta de una serie de terremotos que atemorizaron a sus habitantes, hasta llevarlos a desistir de la idea de reconstruirla algún día.

De forma similar, Ferguson (2005) nos propone en esta obra la idea de que el «vergonzante imperialismo» ejercido por Estados Unidos desde 1920 (por asignarle una fecha) podría colapsar antes de lo pensado por falta de acciones más decididas ante las dudas de liderazgo que recurrentemente muestran organismos multilaterales como las Naciones Unidas, el FMI-Banco Mundial o, en el plano militar, la OTAN. Ese «imperialismo vergonzante» contrasta con el más sanguinario y colonialista que había ejercido Gran Bretaña durante buena parte del siglo XIX e inicios del siglo XX. Ferguson detalla en esta obra el verdadero colonialismo «desarrollista» de Gran Bretaña en los casos de India y



también el colonialismo «extractivo» ejercido sobre Malasia y Egipto, contrastándolo con el imperialismo vergonzante de Estados Unidos a lo largo del siglo XX e inicios del siglo XXI.

La motivación intervencionista de Estados Unidos ha sido claramente en defensa de sus intereses económicos y estratégicos directos. Primero estuvo la fase de expulsar a los indígenas de sus territorios, como una política de Estado que se aplicó desde 1817; en paralelo se negociaron los territorios de Luisiana con los franceses, los de la Florida con los españoles, y los de Oregon con los británicos. Después vendría una etapa aún más cruenta en las disputas por los preciados terrenos

del sur de California, Arizona, Nuevo México y Texas durante 1848-1853, siendo el gran perdedor México, al terminar con unos 17.000 muertos (ver pág. 304). La última etapa de ensanchamiento de sus terrenos a manos de sus vecinos tuvo que ver con Alaska, territorio com-

* Niall Ferguson (2005), *Colossus: The Rise and Fall of the American Empire* (Penguin Books, London).

prado a Rusia en 1897. Tras cerca de cien años de expansión territorial en sus zonas vecinas, Estados Unidos logró prácticamente duplicar el área del territorio que los «*Founding Fathers*» se habían imaginado en 1776.

Después vendría una segunda etapa de expansión territorial en zonas no vecinas, donde Estados Unidos supo aprovechar las debilidades de sus contrapartes. Son bien conocidos los casos de anexionamiento de Hawai (1893), Puerto Rico (1889) y Guam (1898), todos esos episodios cumpliendo ya más de un siglo de ocurrencia y permanencia. Existieron otras ocupaciones «temporales» y estratégicas por parte de Estados Unidos, como las de Filipinas (1898) y Panamá (1903), las cuales tuvieron permanencias entre cincuenta y ochenta años. Finalmente, Estados Unidos optó por ocupaciones de «corta duración», como las de República Dominicana (1916), Haití (1915), Japón (1945), Corea del Sur (1950) y Vietnam del Sur (1965), con duraciones hasta de veinte años (ver el interesante Anexo de la pág. 302). Ferguson destaca como característica especial de este «imperialismo vergonzante» de Estados Unidos el no querer establecerse bajo la forma de colonias, a diferencia de lo actuado por británicos, españoles o franceses durante el siglo XIX, e intentar promover la democracia, pero siempre anteponiendo sus intereses geopolíticos y económicos.

En la segunda parte del libro, Ferguson realiza una interesante disección de lo que fue el período de des-colonización europea durante la primera parte del siglo XX, principalmente en África, y allí explica las raíces de ese gran fracaso. Ese telón de fondo constituye un argumento fuerte a favor del «imperialismo democrático» que Ferguson propone debe ejercer con mayor vehemencia Estados Unidos durante el siglo XXI.

Por ejemplo, el autor examina en detalle lo ocurrido durante las crisis recientes de Kosovo, Irán, Irak y Afganistán, concluyendo que las intervenciones que simplemente intentan contener masacres y guerras civiles son contraproducentes

a dicho objetivo, que lo correcto sería “no huir” antes de consolidar democracias e instituciones sostenibles. Ilustra con lujo de detalles las pugnas internas entre el Departamento de Defensa y de Estado sobre ese delicado balance entre acciones militares de corto plazo y la construcción de la democracia hacia el mediano plazo; la mayoría de las veces ese “imperialismo vergonzante” ha dejado a la deriva a pueblos en la miseria y en manos de dictadores a sus anchas.

Ferguson critica fuertemente la posición ambivalente que ha jugado Francia en la crisis de Oriente Medio, haciendo que la falta de endoso de las Naciones Unidas impida solucionar de mejor manera las crisis humanitarias que allí persisten. El autor llega inclusive a defender la posición de Bush hijo, al desobedecer al Consejo de Seguridad frente a las dudas sobre las supuestas armas de destrucción masiva de Irak, tras los episodios de septiembre de 2001. Este es claramente un libro polémico en estos frentes, pero sería necio desconocer la seriedad de sus argumentos y los detalles del contexto que se manejaban en ese momento. Aun hoy persisten dudas sobre cuáles la mejor estrategia de “pacificación” en Irán, Irak y Afganistán, llevando al Obama de 2012-2017 a tener que posponer su anunciado retiro de dichos países, por el alto riesgo de debilitar las frágiles bases de democracias actualmente “inoperativas”, al decir de Zakaria (2008).

Uno de los capítulos más fascinantes de este libro tiene que ver con la forma en que se fraguó

Ferguson destaca como característica especial de este «imperialismo vergonzante» de Estados Unidos el no querer establecerse bajo la forma de colonias, a diferencia de lo actuado por británicos, españoles o franceses durante el siglo XIX, e intentar promover la democracia, pero siempre anteponiendo sus intereses geopolíticos y económicos.

ese «imperialismo vergonzante» de Estados Unidos (págs.48 ss). Allí se explica cómo el intento de anexarse Filipinas en 1901, teniendo que escalar su presencia militar de 12.000 a 160.000 hombres en tres años, dejó claras lecciones sobre los peligros de este expediente. Vendrían entonces variantes sobre la Doctrina Monroe (... América para los Americanos y a la fuerza, si es necesario). Bajo la presidencia de Woodrow Wilson (1913-1921) se anunció que la intervención se haría también para combatir las dictaduras militares y a los comunistas que se inspiraban en la revolución bolchevique de 1917. Pero, en últimas, el «imperio vergonzante» buscaría la forma de hacer respetar sus intereses geopolíticos, especialmente en el continente americano.

El caso más notorio fue el patrocinio por parte de Estados Unidos de la revuelta que llevaría a la separación de Panamá de Colombia en 1903. Recordemos que, en 1885 y en 1895, Estados Unidos había enviado dos expediciones a Colombia para convencerlos de las bondades de dejarles construir a ellos el canal de Panamá, pero ante el fracaso recurrieron a los episodios ya conocidos de promover la separación en 1903 y conceder la posterior «indemnización» de los US\$25 millones en 1923.

Vale la pena recordar aquí la ironía que encierra el hecho de que al Presidente de Colombia, en su momento López Michelsen (1974-1978), le hubiera correspondido interceder a favor de Panamá para que Estados Unidos honrara su compromiso de revertir la propiedad y administración del Canal de Panamá, lo cual finalmente ocurriría bajo el Tratado Torrijos-Carter en 1980. El «truco» consistió en que Colombia renunció unilateralmente a los beneficios de exención que venía disfrutando desde su construcción, confiando en que Panamá los restituiría bajo el nuevo Tratado, lo cual efectivamente ocurrió (ver Alfonso López Caballero, entrevista en *El Tiempo* del martes 1º de julio de 2014 a raíz del centenario del natalicio de Alfonso López Michelsen). Sobre la forma algo oscura en que logró fraguarse dicho Tratado y los subsiguientes hechos relacionados con Noriega y la invasión de

Estados Unidos a Panamá en 1989, véase Hartford (2007) en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Harford.pdf>.

Por último, vale la pena repicar aquí sobre las bondades del enfoque histórico utilizado por Ferguson en este libro sobre el «imperialismo benevolente» de Estados Unidos, bien documentado y argumentado. Este va con la misma buena factura que habíamos comentado respecto de su gran obra *Civilización* (Ferguson (2011), ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/torre165.pdf>). Nuestra opinión ha sido que Acemoglu y Robinson (2012) fallaron al no discutir en su obra el vergonzoso papel colonialista de la Europa de los siglos XIX y XX y lo que ello implicó 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 ellos lo pintan en 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; en hora buena, Estados Unidos al menos intenta aplicar ese “imperialismo vergonzante” que aquí nos postula Ferguson de forma bastante bien documentada. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu D. y Robinson J. (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, CrownBusiness, New York.
- Ferguson N. (2012), *Civilization: The West and the Rest*, Penguin Books, New York.
- Harford T. (2007), *The Undercover Economist*, Random House Trade Paperbacks, New York.
- Zakaria F. (2008), *The Post-American World*, W.W. Norton Books, NY-London.