

+ **Crisis económicas e implicaciones de política (1995-2016)**

+ **¿Cómo va el Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales?**

+ **Vías terciarias para cerrar brechas territoriales**

+ Entrevista a **Luis Fernando Arboleda**
Presidente de Findeter

financiera

carta

174

JUNIO 2016

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

COL \$13.000

ISSN 0120-3436



Costos de las crisis hipotecarias



No. 174 Junio de 2016
**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
Julián David Cortes
Ekaterina Cuéllar
Juan Sebastián Joya
Daniela Londoño
María Camila Ortiz
Andrea Ríos
Nelson Vera
Ana María Zuluaga

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

IMPRESIÓN
Prensa Moderna

GERENTE GENERAL
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel. 305 32 95
Cel. 310 561 7197



SUSCRIPCIONES
Rocio Vallares

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 Junio de 2016

EDITORIAL

5 Política fiscal y "Deuda-Objetivo"

ACTUALIDAD ECONÓMICA

10 Crisis económicas e implicaciones de política (1995-2016)

Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Ekaterina Cuéllar

20 ¿Cómo va el Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales?

Juan Martín Caicedo Ferrer

25 Vías terciarias para cerrar brechas territoriales

Juan Mauricio Ramírez

32 El liderazgo de la FDN, clave para la financiación de la infraestructura del país

Clemente del Valle

36 Contratos verticales y desempeño del sector colombiano de la salud

Juan Esteban Carranza, Álvaro Riascos y Natalia Serna

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

42 Déficit gemelos (externo y fiscal): Colombia vs. Estados Unidos

47 Resultados bancarios y volatilidad financiera internacional (2015-2016)

52 Calidad de la inversión y retracción del potencial de crecimiento

Entrevista

58 Luis Fernando Arboleda, Presidente de Findeter

TORRE DE MARFIL

66 Los guardianes de la sabiduría ancestral: su importancia en el mundo moderno

Libro escrito por: Wade Davis

Comentado por: Sergio Clavijo

Política fiscal y “Deuda-Objetivo”

Anif ha venido alertando sobre cómo la desaceleración económica de Colombia, donde pronosticamos un crecimiento promedio del 2%-3% anual durante 2016-2017, podría llevarnos a una mayor tensión fiscal y financiera, superior a la que actualmente se está visualizando (ver *Comentario Económico del Día 25 de febrero de 2016*).

Infortunadamente, se han ido consolidando diversos factores que alimentan esta posibilidad de mayor estrés financiero durante este primer trimestre de 2016, siendo los más relevantes: i) el deterioro del mercado laboral hacia cifras de desempleo de casi el 12% a nivel nacional y del 14% a nivel urbano, llevando el promedio nacional probablemente hacia umbrales del 9.4% a lo largo de 2016 vs. el 9% de años recientes; ii) el encarecimiento generalizado (con inflación cercana al 8%, SML reajustado en un 7% y alzas en tasas de interés hacia niveles del 7%); y iii) la postración del sector minero-energético, donde el precio del petróleo permanece en niveles bajos de US\$38-40/barril (Brent), mientras la provisión de energía local resulta escasa, costosa y con riesgos de afectar la industria.

Esto último ocurre preciso en momentos en que se esperaba un rebote de la industria hacia

expansiones del 4%-5% por cuenta de la entrada en operación de Reficar y la profundización de la sustitución de importaciones. Sin embargo, aún no se llega a la fase de promoción de exportaciones debido a los graves problemas estructurales antes comentados.

Se trata no solo de un riesgo financiero para Colombia, sino de carácter global. Por ejemplo, desde finales de 2015 se advierten los peligros del mayor endeudamiento público y privado, no solo en los países desarrollados, sino también en las economías emergentes. En efecto, la deuda pública de Estados Unidos bordea un 110% del PIB y la de la Zona Euro un 100% del PIB, mientras que la de Japón se ubica en niveles del 240% del PIB. Si el umbral de referencia (antes de la crisis de Lehman en 2008) era no superar el 60% en la relación Deuda Pública/PIB, es evidente que la tensión fiscal permanece elevada.

El único parte de “tranquilidad” proviene del hecho de que el grueso de esas deudas está expresado en moneda local y usa a su favor el “señoraje” que ello le provee. De hecho, el costo financiero para los gobiernos del mundo desarrollado ha sido ligeramente negativo en términos reales durante los últimos cinco años por cuenta de la “trampa

de liquidez” en que operan sus mercados (dando origen a las masivas inyecciones de liquidez).

Sin embargo, el alza de la tasa del Fed de finales de 2015 podría estar iniciando una fase de espiral de costos financieros y de mayor inflación a la vuelta de un año, poniendo presión sobre el servicio de la deuda del propio mundo desarrollado. El problema es que la fragilidad de la recuperación de su sector real no abre aún espacios esperanzadores para que el mayor recaudo tributario pudiera permitir contener dicha presión fiscal, focalizada en los costos de la seguridad social.

En el caso de los emergentes, las alarmas se han prendido en lo referente a los niveles de deuda de China (sobre todo en su componente privado, el cual ha pasado del 100% a cerca del 180% del PIB), donde se mezclan de forma extraña burbujas hipotecarias, accionarias y menor capacidad de financiamiento. En esta creciente ola de endeudamiento público también preocupa el deterioro que ha mostrado Brasil (ahora con calificaciones de “deuda especulativa”). Allí, su nivel de deuda pública bordea el 65% del PIB y, seguramente, alcanzará niveles del 70% hacia finales de 2016, dada la contracción de su PIB-real a tasas del -4% anual durante 2015-2016, lo cual está agravando su posición deficitaria a nivel del primario (antes del pago de intereses).

Igualmente, se han mencionado los casos de Turquía y de Colombia por cuenta de su deterioro relativo en materia de endeudamiento público-privado, reflejándose ello en escalamientos significativos de sus *spreads* en el índice EMBI y el anuncio de “perspectivas negativas” para la deuda colombiana por parte de la calificadora S&P. Es entonces pertinente explorar el comportamiento reciente del en-

deudamiento público de Colombia y el papel de la llamada Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011) para así avizorar la tensión financiera que ello podría acarrear durante 2016-2017.

Como veremos, dicha Regla Fiscal no ha sido eficaz a la hora de contener la trayectoria de la relación Deuda Pública/PIB, la cual actualmente bordea un 55% (= 42% del Gobierno Central y 13% del resto del sector público, excluyendo a Ecopetrol e Isagen, las cuales salieron de las cuentas del Consolidado Público en 2008). Esta cifra es tan solo marginalmente inferior al 57% de endeudamiento público/PIB que llegó a mostrar la economía colombiana en su difícil momento pico de 2002-2003. De hecho, ahora que se habla de apoyos presupuestales eventuales a Ecopetrol, pues habría que añadirle a la deuda pública el 6.5% del PIB de deuda que hoy exhibe dicha entidad estatal, pues *de facto* corre como riesgo Nación.

El problema radica en que esa Regla Fiscal ignora la trayectoria del “déficit primario” y, por lo tanto, no ancla el criterio de sostenibilidad fiscal a una trayectoria de convergencia de la relación Deuda Pública/PIB. Como es bien sabido, esa convergencia depende del diferencial entre el crecimiento de los recaudos y la tasa de interés que se cobra sobre dicha deuda. Más aún, la actual Regla Fiscal lo que hace es simplemente dictar criterios de manejo contracíclico presupuestal en función de diferenciales del precio del petróleo y del crecimiento del PIB-real frente a sus valores de largo plazo (por cierto calculados sobre discutibles criterios de promedios móviles de cinco años que combinan pasado-presente-futuro con horizontes de 2-1-2 años).

Por estas razones, en esta nota Anif propone adoptar lo que denominare-

mos una “estrategia de Deuda-Objetivo”, que consiste en fijar criterios de estabilidad de la deuda pública del Gobierno Central de tal manera que esta no supere el 50% del PIB, lo cual implica adoptar movimientos contracíclicos en el déficit primario. No desbordar el umbral del 50% del PIB en deuda del Gobierno Central es cuasi equivalente al criterio europeo de Maastricht, solo que aquí rebajamos 10 puntos del PIB para poder acomodar el monto histórico del endeudamiento del resto del sector público (ver Informe Semanal No. 1180 de julio de 2013).

La ventaja de este enfoque de “Deuda-Objetivo” respecto del vigente es que aquí las variables ancla son directamente la trayectoria de la deuda pública bruta y su determinante flujo del déficit primario. Esto contrasta favorablemente frente al referente vigente que se tiene respecto de variables relativas al ciclo económico general, las cuales tan solo influyen indirectamente en el comportamiento fiscal, tal como ocurre con los precios del petróleo o el crecimiento de la economía respecto de sus brechas contra valores de largo plazo.

Nuestra idea descansa sobre una extensión natural del éxito que ha implicado la conocida “estrategia de Inflación-Objetivo” en el frente monetario-cambiario, donde la adopción de metas plurianuales de convergencia hacia la franja 2%-4% se fundamenta en operar directamente sobre las tasas de interés y la flotación cambiaria, “haciendo todo lo que se requiere” para asegurar dicha convergencia (ver Informe Semanal No. 1307 de marzo de 2016). En el caso fiscal, la analogía tiene que ver con fijarse metas plurianuales de no desbordamiento de ese 50% en la relación Deuda/PIB (meta-objetivo), operando con “criterios de medio” a través del

“déficit primario” y usando, como es obvio, el instrumental de los mayores/ menores recaudos tributarios o de los mayores/ menores rubros del gasto público. Veamos esto con mayor detalle.

I. Evolución reciente de la deuda pública

El MHCP revisó sus supuestos macrofinancieros para 2016, así: i) el crecimiento sería del 3% en 2016 (vs. el 3.5% proyectado un año atrás); y ii) el precio del petróleo Brent sería de US\$35/barril en 2016 (vs. los US\$50/barril proyectados anteriormente). Esto implicaría que el déficit del Gobierno Central (GC) se estaría elevando hacia el 3.6% del PIB en 2016 (vs. el 3% de 2015) y el *stock* de la deuda pública del GC se estaría elevando hacia el 42%-44% del PIB para finales de 2016.

Aunque estos supuestos y cifras lucen más ajustados a la realidad, consideramos que esas trayectorias de deuda todavía no hacen justicia a todas las presiones fiscales. Por ejemplo, Anif ha estimado que el déficit fiscal sería del 4.3% del PIB en 2016 y del 3.7% del PIB en 2017 (ver *Informe Semanal* No. 1298 de enero de 2016). Estas mayores presiones de gasto llevarían el déficit primario a valores del -1% al -2% del PIB durante 2016-2022 (vs. +1% del PIB del MFMP-2015), lo cual implicaría que la relación Deuda Pública/PIB alcanzaría valores cercanos al 50% en 2022 y del 55% en 2026 (un incremento de +26 puntos del PIB frente al MFMP-2015), ver gráfico 1. Esto tendría como consecuencia un marcado deterioro fiscal prospectivo para Colombia, y con una creciente composición externa/ interna (40%/60%), aunque sin llegar a los niveles críticos del 70% del PIB de deuda pública que pronto estará mostrando Brasil.

II. Anomalías de la Regla Fiscal

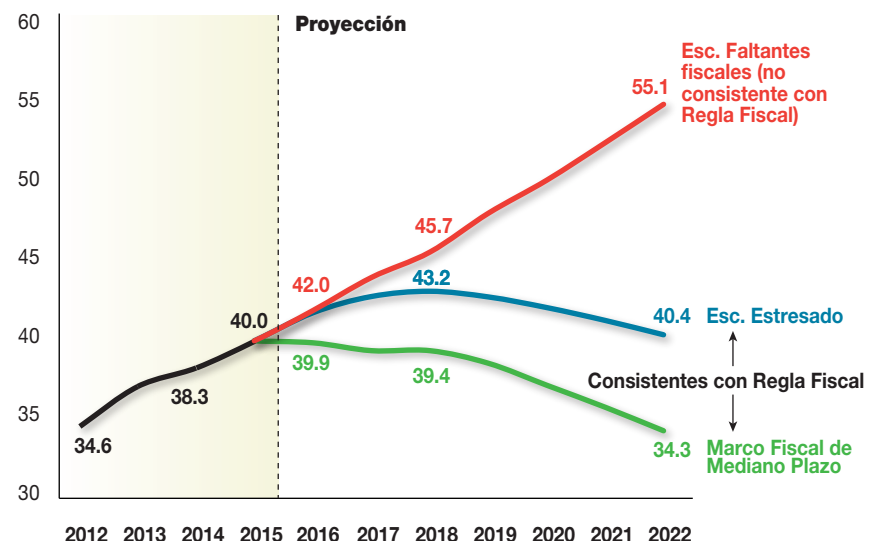
Anif ha venido señalando que la Regla Fiscal adoptada en Colombia (Ley 1473 de 2011) encierra dos anomalías: i) al no contemplar “reglas de oro” referidas a la inversión-productiva (fundamentalmente infraestructura vial), dicha regla impide aprovechar, en épocas de auge (como 2010-2014), el espacio fiscal para acelerar el crecimiento potencial del país; y ii) al no estar referenciada ni a la posición del “déficit primario” (déficit antes del pago de intereses), ni a la relación Deuda Pública/PIB, dicha regla deja de ser un buen referente para evaluar la “sostenibilidad fiscal” de mediano plazo del país en épocas de desaceleración económica (como 2016-2017).

Nótese, por ejemplo, que la anomalía i) resultaba pertinente para haber encarado de mejor manera el auge minero-energético del período 2005-2013, si

es que hubiese existido entonces dicha regla. Por eso nuestros reparos a “ejercicios” del MFMP que pronosticaban que el país reduciría fuertemente su deuda pública en cerca del 15% del PIB hacia 2026 (ver gráfico 1). Sin embargo, ello no tenía asidero en lo que ocurriría con el crecimiento económico hacia el mediano plazo, dado el desplome del sector minero-energético y la carencia de adecuada infraestructura (ver *Informe Semanal* No. 1144 de octubre de 2012).

Concluíamos entonces que el programa de infraestructura 4G requeriría apoyos financieros de venta de activos (Ecopetrol, ISA e Isagen planteados por Anif desde 2008) y la adopción de “cláusulas de oro” equivalentes al 0.3% del PIB por año para acomodar dicho financiamiento de infraestructura. Cabe señalar que este espacio de financiamiento, de hecho, se ha comprometido presupuestalmente, pues el VPN de las “vigencias futuras” ya expedidas para las próximas décadas bordea el 12% del PIB.

Gráfico 1. Deuda Pública del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

Sobre la anomalía ii), los modelos tradicionales referidos a sostenibilidad fiscal se fundamentan en el principio de que la posición fiscal (ingresos menos gastos) debe poder atender los intereses de la deuda para evitar entrar en situaciones de un esquema “Ponzi”. Este esquema se caracteriza por llevar a emisiones de “deuda fresca” simplemente para poder atender los intereses de la deuda del período anterior. Así, un déficit primario está asociado a un escalamiento de la relación Deuda Pública Bruta/PIB y ello es lo que debe monitorearse y así entrar a evaluar la sostenibilidad de la trayectoria de la deuda pública.

Los ciudadanos debemos estar alerta, pues con frecuencia los gobiernos recurren a “trucos contables” y empiezan a reportar la razón Deuda Pública neta (descontando sus obligaciones con el resto del sector público territorial o pensional, como si no tuvieran que honrar los intereses de esa deuda).

En Colombia, la diferencia entre la deuda bruta y la neta se acerca a los 10 puntos del PIB (o incluso a los 20 puntos al “netear” también los activos externos), dando entonces una falsa señal de tranquilidad fiscal este reporte de la deuda neta (... truco por cierto muy usado en Brasil).

El gráfico 2 ilustra cómo la relación Deuda Pública Total Bruta/PIB ascendía, al cierre de 2015, a la representativa cifra del 55%, tan solo ligeramente inferior al 57% que tenía el país en los difíciles momentos de 2002, tras la crisis hipotecaria de 1998-2001. Nótese también cómo, a pesar de lo mucho que se ha hablado de la superación del “pecado original”, la exposición en deuda externa pública asciende al 23% del PIB (similar a la cifra observada en 2002). Esto quiere decir que todavía en 2015 un 40% de la deuda pública de Colombia tenía exposición a divisas, luego los acelerados ritmos de devaluación de

2015 (cerca al 40%) y los de 2016 (del orden del 20%) estarán poniendo una fuerte carga sobre el servicio de la deuda pública.

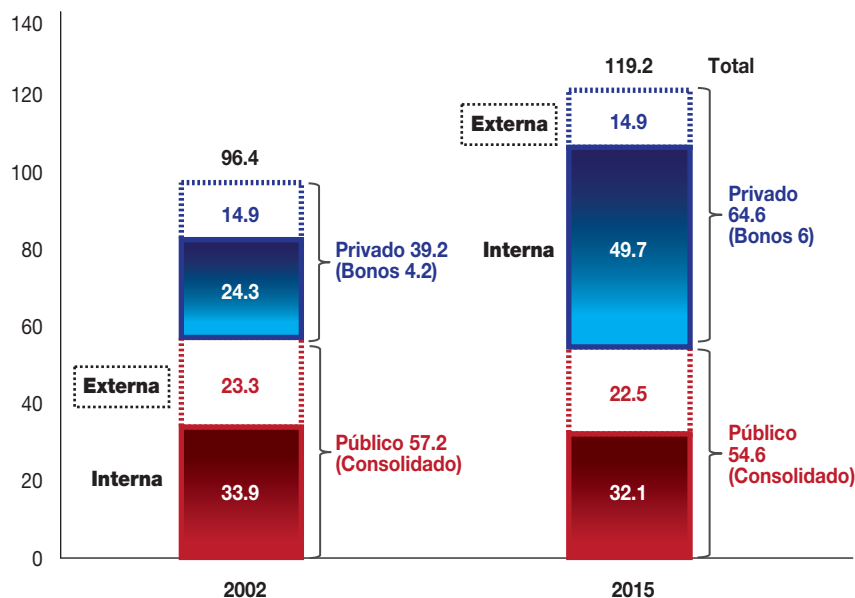
III. Analogía “Inflación-Objetivo” y “Deuda-Objetivo” (a manera de conclusión)

El cuadro 1 ilustra la analogía que sustenta esta propuesta de tránsito de la actual Regla Fiscal hacia una estrategia de “Deuda-Objetivo”. Casualmente, en octubre de 2015, el Banco de la República (BR) organizó el foro “92 años de la Banca Central en Colombia”, el cual se focalizó en destacar sus hitos históricos desde su fundación tras las recomendaciones de la Misión Kemmerer en 1923 (ver *Informe Semanal* No. 1307 de marzo de 2016). En particular, cabe destacar los logros del período de Inflación-Objetivo (IO) durante 2000-2016, y su evolución hacia lo que Anif ha denominado la Inflación-Objetivo Comprensiva (IO-C), intentando controlar simultáneamente los brotes de “burbujas especulativas” en diversos activos.

Como es bien sabido, la elevada injerencia del gobierno en el BR derivó en inflaciones persistentes del 25%-30% durante gran parte del período de la Junta Monetaria (1963-1990) y solo con la Constitución de 1991 (CP-1991) se logró la independencia monetaria, cambiaria y financiera del BR, asignándole como tarea prioritaria la “estabilidad de precios”.

Estos mandatos de la CP-1991 se plasmaron en la Ley 31 de 1992 (Ley del BR). Allí se actuó en la dirección de: i) retornar a la Junta del BR (JDBR) la dirección de la política monetaria,

Gráfico 2. Endeudamiento total en Colombia (% del PIB)



Nota: datos de endeudamiento del Consolidado Público son proyectados al cierre de 2015.
Fuente: cálculos Anif con base en Banrep y MHCP.

Cuadro 1. Anomalías de la Regla Fiscal y su tránsito hacia la "Deuda-Objetivo"

	Manejo Monetario-Cambiario		Manejo Fiscal	
	Metas Monetarias Intermedias (1980-1998)	Inflación Objetivo (1999-2015)	Regla Fiscal (2011-2015)	Deuda-Objetivo (2016-2020)
Objetivo	Masa monetaria	Inflación	Anticiclo	Deuda Pública/PIB
Instrumentos	Corredores monetarios Minidevaluaciones	Tasa-repo Flotación cambiaria	Brechas petróleo y crecimiento	Déficit primario Ingresos y gastos
Institucionalidad	Banrep no independiente	Junta independiente	Dependencia fiscal	Dependencia fiscal

Fuente: elaboración Anif.

cambiaria y crediticia (con autonomía técnica, administrativa y patrimonial del BR); ii) la mutación de las llamadas “metas monetarias intermedias” a las “metas plurianuales de inflación” (pero sin llegar aún a la Inflación-Objetivo), ver Clavijo (2000); iii) la cuasi prohibición del otorgamiento de crédito al gobierno, requiriendo aprobación unánime de los miembros de la JDBR; y iv) el desmonte de la Cuenta Especial de Cambios.

El esquema de IO consistió en: i) la definición de un cronograma de metas de desinflación, logrando anclar las expectativas sobre el mediano plazo; ii) el envío de señales monetarias mediante la tasa de interés (vs. el esquema anterior de metas en los agregados monetarios); y iii) requerimientos especiales del BR en términos de independencia-credibilidad, así como en flotación cambiaria, baja dependencia fiscal y buenos modelos de pronóstico de inflación (ver Clavijo 2002). Dicho arreglo institucional sentó las bases para reducir la inflación hacia niveles promedio del 6% durante 2002-2008 (vs. el 20% de la década pasada), aunque con pérdidas de la meta inflacionaria durante 2007-2008 provenientes de un evidente recalentamiento tanto del sector real (con crecimientos del PIB cercanos al

7%) como financiero, donde la cartera crediticia se expandió a tasas reales del 20%-25% durante esos años.

Durante 2015 las presiones inflacionarias en Colombia se elevaron fuertemente, habiendo cerrado en valores del 6.8% (e incluso del 7.6% en estos inicios de 2016), rebasando el techo del 4% del rango-meta del BR. Allí han resultado particularmente perniciosos los efectos provenientes de: i) las presiones de costos de los alimentos (+10.8% anual), dado el fenómeno climático de El Niño; y ii) la transmisión de costos vía importados (*pass-through*), con variaciones cercanas al 20% en los precios de los importados (IPP), dada la devaluación del 37% promedio anual durante 2015. Esto último ha llevado la inflación subyacente (*core*) a elevados registros del 5.2% (vs. 3.3% de finales de 2014).

Nótese cómo ese elevado *pass-through* cambiario es un nuevo hecho histórico para el país, pues Colombia nunca había tenido un sistema de flotación cambiaria que pusiera a prueba la inflación baja y estable del rango 2%-4% desde que se adoptara dicho régimen cambiario en 1999. Lo anterior ha dado al traste con el anclaje de las expectativas inflacionarias, esperando el mercado valores del 5.7%

en 2016 e incluso del 4% en 2017. Ello implica que el BR estará enfrentando serias amenazas de persistencia inflacionaria a lo largo de 2016 debido a la fatal combinación de inflación por la vía cambiaria (con devaluaciones en el rango del 15%-20%) con aquella proveniente de la inflación salarial.

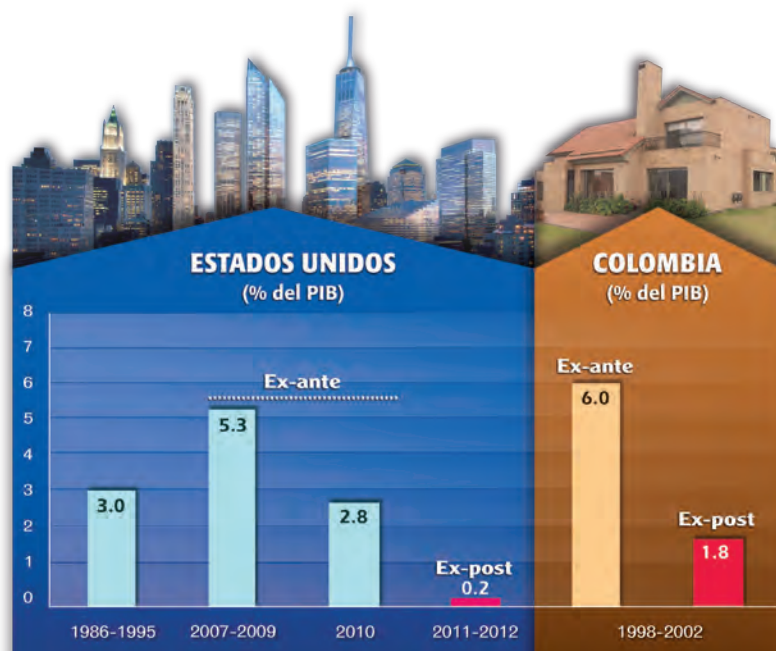
En el cuadro 1 se destaca cómo, bajo el esquema de “Deuda-Objetivo”, Colombia se comprometería a no desbordar el umbral del 50% en la relación Deuda Gobierno Central/PIB. Su medio sería el manejo del déficit primario y sus instrumentos la mayor presión fiscal y los recortes de gasto. Es posible demostrar que para niveles de deuda cercanos a esos umbrales del 50% del PIB se requiere generar superávits primarios en el rango 1%-2% del PIB, dependiendo del diferencial entre el crecimiento del recaudo vs. la tasa de interés que se paga sobre la deuda (ver *Informe Semanal* No. 1035 de julio de 2010). Esto contrasta con los déficits primarios en el rango 0.5% al 1% del PIB que seguramente se estarán observando durante 2016-2017 bajo la actual Regla Fiscal, lo cual nos habla de “las anomalías” antes descritas. Es urgente entonces entrar a repensar la errada racionalidad fiscal que hoy nos está mostrando la Regla Fiscal establecida por la Ley 1473 de 2011. 

Crisis económicas e implicaciones de política (1995-2016) *

Por: Sergio Clavijo, Alejandro Vera y Ekaterina Cuéllar **

Siete años después del estallido de la crisis financiera internacional en 2008-2009, el panorama macroeconómico a nivel mundial aún exhibe importantes fragilidades de cara al período 2015-2016. Preocupan las señales de “estancamiento secular” que continúan mostrando las economías desarrolladas, con expansiones que todavía distan de alcanzar sus niveles potenciales. Por ejemplo, Estados Unidos estaría expandiéndose a tasas del 1.8% en 2016 (inferior al 2%-2.5% potencial), mientras que la Zona Euro apenas lograría crecimientos del 1.7% (vs. 2% potencial). En este último caso se tiene el triple problema de elevado desempleo (10.2% en abril), contaminación de la cartera bancaria vencida (5.6%) y deflación (-0.1% anual en mayo).

Por su parte, las economías emergentes dieron algunos “visos” de la llamada semiseparación durante el período inicial de la “Gran Recesión” (2008-2012), apalancados en la fase



* Este documento corresponde a una versión abreviada y actualizada de la investigación que realizó Anif para la Constructora Colpatria.

**Director, subdirector e investigadora de Anif, respectivamente.

Email: sclavijo@anif.com.co

ascendente del ciclo de *commodities*. En particular, se postulaba que los emergentes podrían sostener expansiones del 6% anual, liderados por Asia, aun si el mundo desarrollado tan solo crecía a tasas del 2% anual.

Sin embargo, durante 2013-2016 se ha observado que ello no ha sido posible, pues las economías emergentes han revelado debilidades estructurales por cuenta de la reversión en los términos de intercambio, aupada en el fin del súper ciclo de *commodities*. En efecto, las economías emergentes enfrentaron una primera oleada que afectó a los exportadores de minerales, golpeando a países que se consideraban sólidos (como Chile y Perú). Durante 2014-2016, dicha corrección bajista se extendió al componente de los energéticos, llevando el precio del petróleo (Brent) hacia niveles que estarán promediando US\$50/barril durante 2016. Lo anterior implica una caída cercana al -50% en los precios del petróleo respecto del promedio de 2013-2014, mientras que en el caso de los precios del carbón se registra un descenso del -45% en el período de análisis.

Esta situación está generando drásticos ajustes en el frente externo de Colombia, elevando los faltantes externos del 3% del PIB por año durante 2010-2014 hacia cerca del 5%-6% del PIB anual durante 2015-2016. Dado que el sector minero-energético incidía en cerca de un 20% de los recursos públicos (por toda fuente), esta corrección a la baja en los precios del petróleo-carbón también está deteriorando el déficit fiscal, elevándolo del 2% del PIB anual durante 2010-2014 hacia cerca del 3%-4.5% del PIB anual durante 2015-2016.

Así, el panorama macrofinanciero de Colombia será de marcado de-

“El sufrimiento macroeconómico que está experimentando Colombia por cuenta del fin del auge minero-energético es menor frente a períodos anteriores de crisis (1998-1999) o de tensión financiera (2008-2009). Sin embargo, el país tendrá serios desafíos estructurales en materia de ganancias en competitividad (esencial para elevar nuevamente su potencial de crecimiento) y en ajuste fiscal.”

terio durante 2015-2016. Aquí cabe destacar los siguientes hechos: i) la desaceleración estructural de la economía local por cuenta del fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), reduciendo el crecimiento potencial del 4.5% histórico (por quinquenios) hacia valores en el rango 3.5%-4%; ii) los riesgos de mayor tensión financiera ante la eventual alza en la tasa repo del Fed, aunque probablemente se estará posponiendo para la segunda mitad de 2016, dada la fragilidad de su mercado laboral y el moderado crecimiento global; iii) el deterioro en los llamados déficits gemelos de Colombia (externo y fiscal, antes comentados); y iv) las persistentes debilidades en los sectores del agro y la industria, donde el impulso exportador que proporciona una devaluación promedio del 37% en 2015 y probablemente en el rango 15%-20% en 2016 aún no se cristaliza, por cuenta de la cadena de problemas que afectan la competitividad del país (elevados costos no salariales, de transporte y de insumos energéticos).

Todo lo anterior subraya la urgencia de acelerar el paso en las reformas estructurales tributaria y pensional, so pena de arriesgar Colombia a seguir el peligroso expediente de Brasil (perdiendo su grado de inversión por parte de las

tres principales calificadoras de riesgo, habiendo S&P y Fitch actuado a finales de 2015 y Moody's hacia febrero de 2016). En el caso de Colombia, el riesgo es una posible rebaja en nuestra calificación crediticia al cierre de 2016 (habiendo recibido ya la advertencia de una “perspectiva negativa” por parte de S&P), frente a los vientos de desaceleración del PIB-real, aumentos en la tasa de desempleo (con rebotes hacia el 9.4% en 2016 vs. 8.9% en 2015) y agravamiento de los déficits gemelos (con el externo del orden del 6% del PIB y el fiscal llegando al 4.3% del PIB en 2016), ver Anif 2016.

Bajo este panorama de deterioro económico en Colombia durante 2015-2016, frente al buen desempeño de 2010-2014, resulta apropiado analizar lo ocurrido en anteriores momentos históricos de tensión financiera e hipotecaria. Esto con el propósito de avizorar acciones precautelativas que le permitan al sector hipotecario y económico del país (en general) asegurar un eventual rebote hacia su crecimiento potencial del 4.5% por año durante el período 2018-2022.

En particular, analizaremos lo ocurrido durante la desaceleración económica del período 1998-1999 (por cuenta de la grave crisis hipotecaria de Colombia) y durante el estan-

camiento internacional del período 2008-2009 (debido a la crisis hipotecaria global, afectando con particular vehemencia a Estados Unidos, Gran Bretaña y España).

Como veremos, en términos de “sufrimiento macroeconómico” (=inflación + desempleo - crecimiento económico), la crisis hipotecaria de 1998-1999 implicó las mayores afectaciones para la actividad económica, pues Colombia experimentó la peor contracción del PIB-real (-5.2% anual en 1999) desde la Gran Depresión (cuando registró una caída del -1.6%). Recordemos que la obstinada defensa del sistema de “bandas cambiarias” llevó al Banco de la República (BR) a elevar drásticamente sus tasas de interés, con el agravante de tener atada la corrección monetaria (UPAC) a la DTF (donde $UPAC = 0.84 * DTF$), afectando significativamente las cuotas del servicio de la deuda hipotecaria de muchos hogares colombianos.

Por contraste, el período de crisis financiera internacional de 2008-2009 tomó a Colombia mejor parapetada

en términos de estarse aplicando un esquema de Inflación-Objetivo (I-O), gracias a la flotación cambiaria (adoptada desde septiembre de 1999) y con la implementación del esquema I-O desde octubre de 2000. Ello le permitió al BR aplicar una política monetaria anticíclica y acompañar de mejor manera al sector real, pero aun así el promedio del crecimiento se redujo a solo un 2.6% anual durante 2008-2009. Ello, junto con los llamados “estabilizadores automáticos” fiscales y el impulso proveniente del auge del sector minero-energético, le permitió al país enfrentar relativamente bien dicha coyuntura, sin caer en “retracción del crédito”.

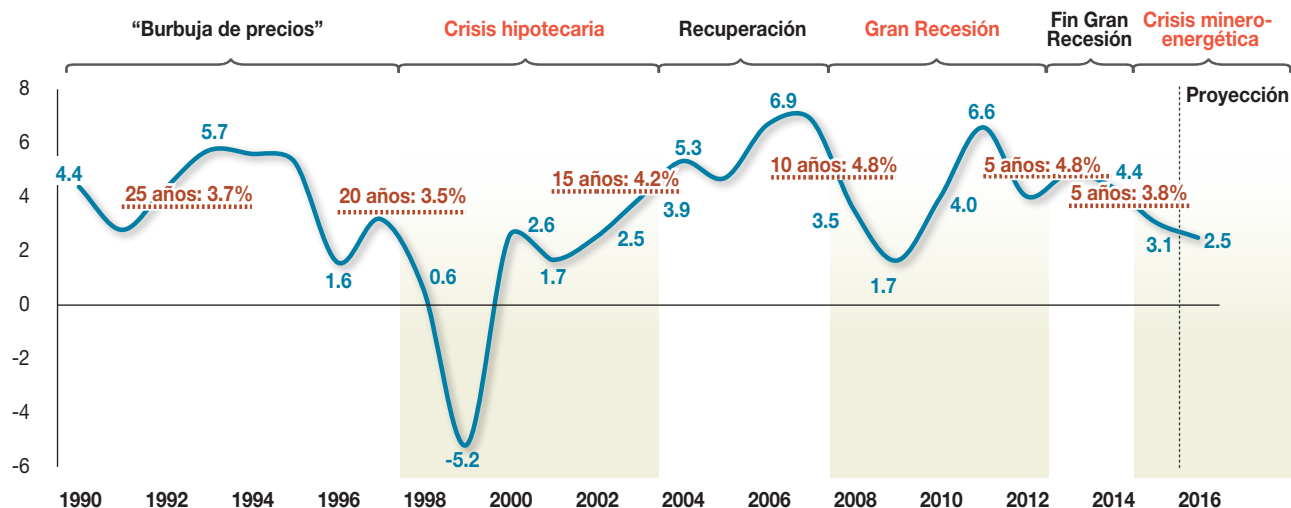
Durante 2015-2016, consideramos que el “sufrimiento macroeconómico” que está experimentando Colombia por cuenta del fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios) es menor frente a períodos anteriores de crisis (1998-1999) o de tensión financiera (2008-2009). Sin embargo, el país tendrá serios desafíos estructurales en materia de ganancias en competitividad (esencial para ele-

var nuevamente su potencial de crecimiento) y en ajuste fiscal (como ya se mencionó). Además, el BR no estará en la capacidad de aplicar políticas contracíclicas debido a las presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores costos (vía *pass-through*) por cuenta de la devaluación peso-dólar promedio año en el rango 15%-20% en 2016; y ii) los altos precios de los alimentos-energía, como resultado de los fenómenos climáticos de El Niño (durante la primera mitad de 2016) y probablemente La Niña (hacia finales del año), sin considerar aún las posibles implicaciones derivadas del paro agrario-transporte iniciado al cierre de mayo.

Crisis hipotecaria de Colombia: 1998-1999

La economía colombiana creció a ritmos satisfactorios del 4.3% anual durante el período 1993-1997 (ver gráfico 1). En buena medida ello fue el resultado de múltiples reformas estructurales, introducidas por la

Gráfico 1. Crecimiento del PIB-real (% , 1990-2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Reforma Constitucional de 1991. Estas permitieron impulsar una mayor apertura comercial y mejorar el desempeño del sector público, tras importantes privatizaciones y cierres de entidades corruptas e ineficientes.

Lo anterior estuvo acompañado por el programa de liberalización financiera (Leyes 45 de 1990, 9 de 1991 y 35 de 1993) de comienzos de los años noventa, el cual permitió sentar las bases para la modernización del sector (ver Zárate *et al.* 2012).

Todo ello se tradujo en un auge del crédito durante el período 1991-1997, donde la relación Cartera/PIB llegó a niveles del 34% frente al 20% observado en 1991 (ver gráfico 2). Dicho crecimiento estuvo apalancado en las expansiones de las carteras comercial e hipotecaria. Esta última llegó a niveles del 9.4% del PIB en 1997 (vs. 6% en 1991).

Esa dinámica del crédito hipotecario en buena parte obedeció al volcamiento de la liquidez hacia el sector no transable. Ello como

resultado de la marcada apreciación de la tasa de cambio real (llegando a niveles del 43% en el acumulado de 1991-1997), por cuenta del auge petrolero de ese momento. Incluso, dicho período se caracterizó por la expansión crediticia de la banca pública hacia el sector hipotecario.

Todas estas condiciones ayudaron a inflar una “burbuja especulativa” durante 1993-1997, centrada en el sector hipotecario. Se trataba de un sector de larga data, que desde 1972 había creado el monopolio de cuentas de ahorro indexadas a la inflación para las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs). Ello le había permitido al sector bancario generar una amplia base de ahorro de corto plazo, con la cual venía fondeando créditos hipotecarios de largo plazo (10-15 años). Así, el sector hipotecario se fue sobreapalancando, con riesgos de descalce entre fondeo y crédito. Además, históricamente dicho sector le había apostado, con relativo éxito, a que la relación “Créditos Hipotecarios/Valor de las Viviendas” (el llamado *Loan-to-Value*) se manten-

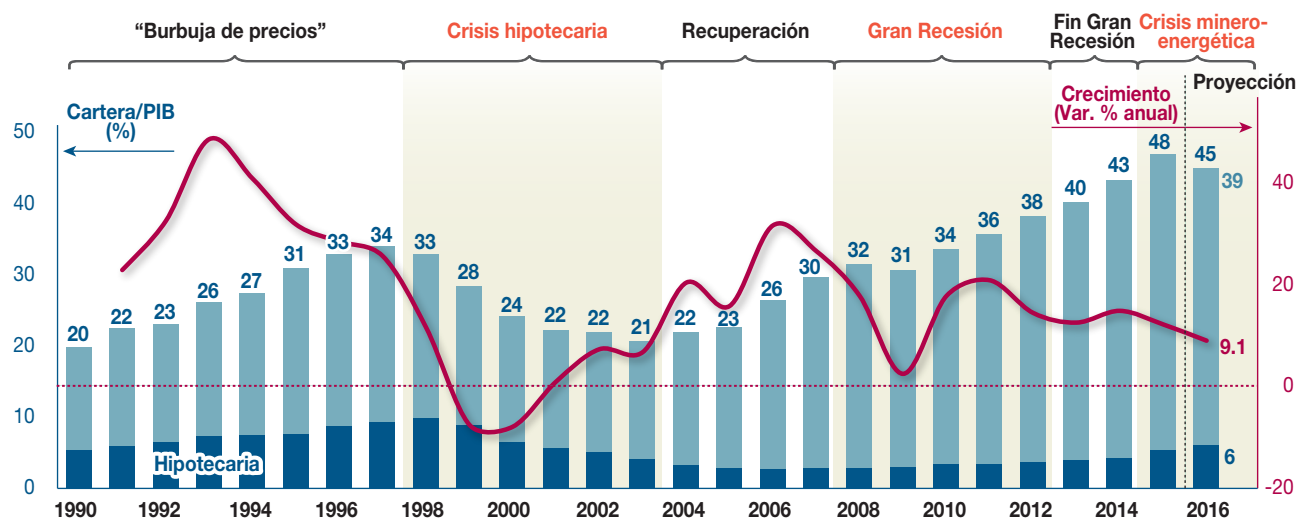
dría controlada en valores inferiores al 50% (ver Anif 2011).

Adicionalmente, Colombia venía experimentando un incremento sustancial en el gasto público como resultado del proceso de descentralización fiscal y de las obligaciones mandadas en la nueva Constitución de 1991. Ello, junto con el exceso de gasto privado, estuvo financiado en buena parte por la mayor entrada de flujos de capital, lo cual terminó reflejándose en los elevados déficits externos (alcanzando niveles del 5% del PIB en 1997).

Esta vulnerabilidad externa y fiscal de la economía se hizo evidente con la crisis internacional de 1997-1999, pues el país estaba muy expuesto a las percepciones de los inversionistas nacionales e internacionales.

Al estallar la crisis hipotecaria asiática en agosto de 1997, la mayoría de países trató de defender su liquidez local e internacional a través de elevar sus tasas de interés para evitar los ataques especulativos sobre sus

Gráfico 2. Cartera total con titularizaciones hipotecarias (1990-2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y Superintendencia Financiera.

escasas Reservas Internacionales en momentos en que se dio un “paro súbito” del flujo de capitales. Ello habría de tener repercusiones sobre la viabilidad de los deudores hipotecarios, pues sus obligaciones financieras se elevaron en momentos en que se expandía el desempleo y disminuía el ingreso disponible de los hogares. Esto derivó en el disparo de la relación Deuda Hipotecaria/ Valor del Inmueble a niveles superiores al 50%, pues los deudores se vieron en la necesidad de entregar sus bienes en dación de pago (ver Clavijo 2000).

En el caso de Colombia, este proceso se dio de manera aguda, pues la “defensa de la banda cambiaria” llevó a presionar las tasas de interés locales. En efecto, la defensa de dicho sistema por parte del Emisor condujo a elevar fuertemente las tasas de interés reales de toda la economía, especialmente las del sector hipotecario, por cuenta de un inadecuado sistema de enlaces entre las tasas de mercado (DTF) y el cálculo del componente de corrección monetaria (UPAC). Todo ello indujo costos reales adicionales para los créditos hipotecarios (ver Anif 2006).

Así, la consecuencia directa fue un “frenazo súbito” en los influjos de capitales hacia Colombia, generándose desequilibrios externos y una contracción del PIB-real del -5.2% en 1999. A renglón seguido entraron en quiebra numerosas entidades del sistema financiero y el go-

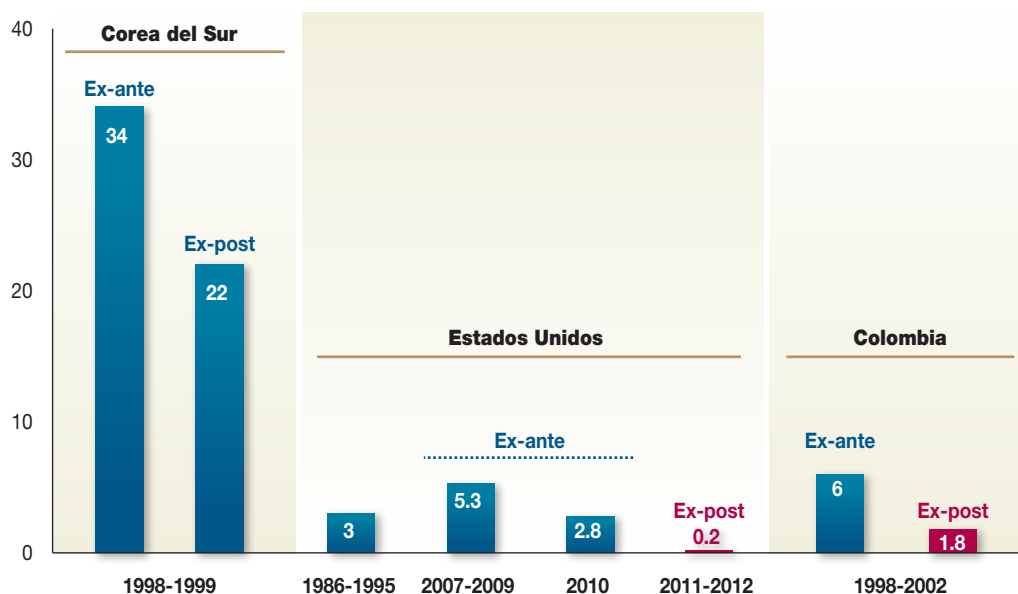
bierno tuvo que promover fusiones y adquisiciones para evitar corridas bancarias y “efectos dominó” sobre el sistema bancario. A pesar de ello, se hicieron evidentes los descalses financieros de las entidades hipotecarias, con fondeos de corto plazo y tratando de sustentar créditos cercanos a los 15 años (en promedio).

Una de las principales respuestas de las autoridades tuvo que ver con la creación del Gravamen a los Movimientos Financieros (en ese momento 2x1.000), para recaudar fondos tendientes a estabilizar el sistema bancario. También se adoptaron severas restricciones fiscales, apretando el cinturón fiscal territorial (“Ley de Semáforos” 358 de 1997). Asimismo, intervino activamente la Corte Constitucional y el Congreso de la República en lo que sería el nuevo ordenamiento hipotecario de Colombia a través de la “Ley de Vivienda” 546 de 1999, la cual tuvo la virtud de regresar al sistema de “indexación

pura” a través de la UVR y de evitar las llamadas “cuotas supermínimas” al exigir un mínimo del 30% en las cuotas hipotecarias iniciales. El costo de la crisis hipotecaria del período 1998-2003, que inicialmente se valoró en un 6% del PIB, terminaría costando solo un 2% del PIB al fisco nacional. Esto gracias a que Fogafín creó un fondo de administración de bienes recibidos en dación de pago (CISA) y a la oportuna intervención de entidades públicas y privadas, cuyas acciones posteriormente serían vendidas nuevamente al sector privado, generándose ganancias que vinieron a amortiguar las pérdidas iniciales (ver gráfico 3).

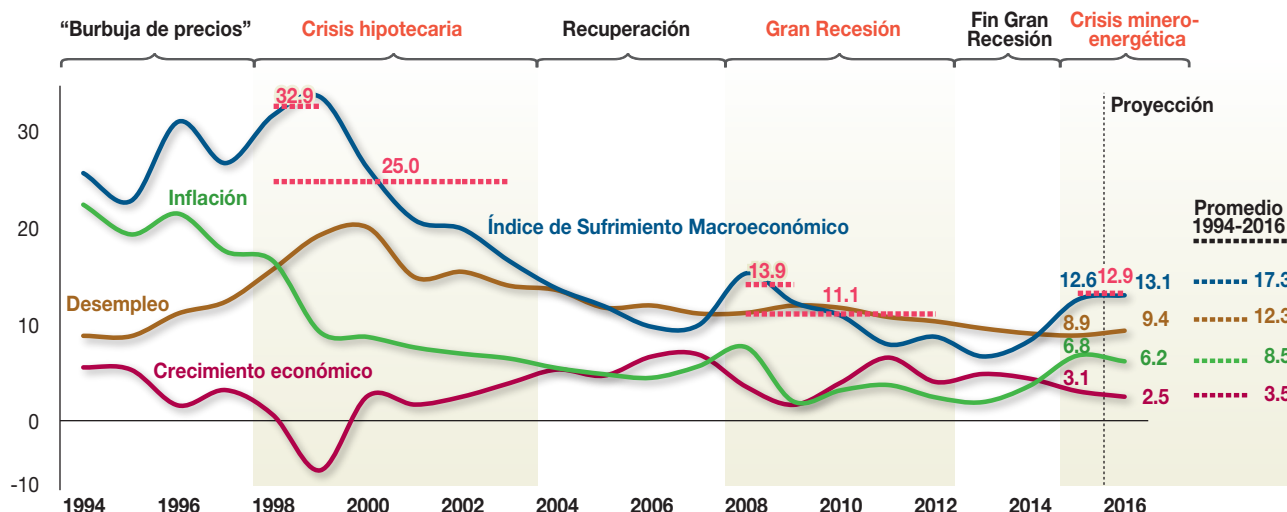
Así, el “sufrimiento macroeconómico” llegó a niveles del 25% en 1998-2003 (o incluso a niveles del 32.9% en 1998-1999 vs. el promedio histórico del 17.3%), ver gráfico 4. Allí, la defensa del sistema de bandas cambiarias no le permitió al BR aplicar una política monetaria contracíclica. En

Gráfico 3. Costos de las crisis financieras (% del PIB, 1998-2012)



Fuentes: FMI, Economist, CBO y Clavijo (2001).

**Gráfico 4. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
(Inflación + desempleo - crecimiento económico)
(%, 1994-2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

efecto, el BR se vio obligado a subir su tasa repo del 27% al 32% en 1998 y mantenerla en niveles elevados del 24% al inicio de 1999, debilitando aún más la economía (promediando crecimientos del -2.3% por año en 1998-1999, con un disparo de la tasa de desempleo hacia el 19% en 1999). Además, dicha defensa de las bandas cambiarias imposibilitó “reconciliar” las metas de inflación del BR con las cambiarias, por lo que la inflación promedió niveles del 13% anual en 1998-1999.

Adicionalmente, la obstinada defensa del sistema de bandas cambiarias y el aumento de las tasas de interés del BR tuvieron el agravante de tener atada la corrección monetaria (UPAC) a la DTF, afectando significativamente las cuotas del servicio de la deuda hipotecaria de muchos hogares colombianos. Esto derivó en el disparo de la relación *loan-to-value* a niveles superiores al 50% (llegando incluso a superar el 100%), donde los deudores se vieron en la necesidad de entregar sus bienes en dación de pago.

Crisis financiera internacional (2008-2010)

El mundo desarrollado había experimentado un período de prolongado crecimiento económico en los primeros años del siglo XXI. Dicho período se caracterizó por disfrutar de tasas de interés reales anormalmente bajas y relativa tranquilidad financiera.

Sin embargo, el afán gubernamental de Estados Unidos de salir de la recesión de 2000 (a través de acelerar las titularizaciones de Fannie Mae y Freddie Mac) terminó por extender créditos incobrables a una porción de la población antes no bancarizada (estimada en un 15% adicional) y con elevada inestabilidad en sus ingresos (mercados denominados *subprime*). No es sorprendente entonces que las daciones en pago se focalizaran en esta porción del mercado, estimándose que, mientras que el índice de calidad de cartera hipotecaria se deterioró a niveles del 9.2% hacia

finales de 2010, el de la cartera *subprime* ascendió al 25.2%.

La elusión a los límites de apalancamiento ocurrió a través de operaciones con terceros por fuera del balance bancario. Ellas fueron particularmente copiosas en el caso de Estados Unidos, pero no exclusivas de dicho país. También están a mano los casos de Gran Bretaña, Irlanda y España, donde las inmobiliarias jugaron un papel delicado de sobreexpansión crediticia hipotecaria. La laxitud monetaria alimentó un prolongado frenesí financiero (ver Clavijo *et al.* 2010). Fue en este contexto de una crisis hipotecaria global en ciernes que ocurrió la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

El estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos ocasionó una gran inestabilidad financiera a nivel global, desequilibrando los mercados de intermediación y todos los activos financieros (renta fija, renta variable y derivados).

Aunque inicialmente se postuló la hipótesis de la “separación” de los mercados emergentes respecto del mundo desarrollado, se hizo evidente la gran magnitud del contagio financiero en todo el planeta. Por ejemplo, Europa Oriental sufrió una profunda crisis debido a su interconexión con la banca de la Unión Europea, mientras que América Latina experimentó serios deterioros en su balanza externa, con la consecuente contracción de su Producto real.

En el caso de Colombia, la lección ya estaba en buena medida aprendida, tras la dolorosa crisis hipotecaria del período 1998-1999. De una parte, el BR elevó sus tasas de interés durante 2006-2008 para contener no solo rebotes inflacionarios, sino para evitar una sobreexpansión crediticia, especialmente a nivel del crédito de consumo. De otra parte, la Superintendencia Financiera aplicó esquemas de provisiones anticíclicas que ayudaron a frenar, en el margen, dichas expansiones.

Buena parte de la semiseparación de la economía colombiana respecto del mundo desarrollado se logró gracias al auge minero-energético, llegando a crecer a tasas del 3.1% real por año durante 2008-2010. Adicionalmente, resultaron útiles las lecciones aprendidas sobre el manejo financiero anticíclico, aunque persistían los desafíos en materia de provisión adecuada de infraestructura de todo tipo.

En apoyo de dicha semiseparación, Colombia logró aplicar una política monetaria anticíclica, por primera vez en su historia, donde se dieron tres elementos clave para ello: i) la separación institucional del BR respecto del Ejecutivo; ii) el anclaje de las expectativas de inflación, gracias al éxito del esquema de I-O; y iii) la flotación cambiaria, donde el cambio

deliberado en la estructura de la deuda pública a favor de su denominación en moneda local (TES) permitió enfrentar las marcadas fluctuaciones internacionales de los portafolios.

También le resultó favorable al país el buen manejo fiscal. Frente a la crisis de 2008-2009, las autoridades adoptaron buenos esquemas de “estabilizadores automáticos” fiscales y en las épocas de buenos recaudos (2010-2011) se evitaron las adiciones presupuestales.

Todo lo anterior le permitió al país “capotear” la difícil situación producida por el riesgo sistémico global sin caer en una “retracción del crédito” y, además, evitando “contracciones del Producto” (ver Anif 2010). De hecho, el Índice de Sufrimiento Macroeconómico se ubicó en niveles del 11.1% durante el período de la Gran Recesión de 2008-2012 (o en el 13.9% en el peor momento de dicha crisis), ver gráfico 4. Así, el PIB-real logró promediar expansiones del 2.6% por año en 2008-2009, mientras que la tasa de desempleo se estabilizó en el 12%. Por su parte, en 2009 la inflación terminó ubicándose por primera vez en la historia dentro del rango meta de largo plazo del BR (2%-4%) por cuenta de una segunda fase de “desinflación fortuita” en el país.

Fin del súper ciclo de commodities y la desaceleración de 2015-2016

Durante el período de “semiseparación” de la crisis internacional (2010-2012) se dieron condiciones objetivas como para pensar que América Latina podría replicar el éxito del mundo emergente asiático. Entre ellas cabe resaltar las siguientes: i) la región

no mostraba señales de tensiones financieras, pues se habían superado las crisis hipotecarias (incluyendo la de Colombia durante 1998-1999); ii) nos habíamos beneficiado de un gran auge de *commodities*, favoreciendo las exportaciones de alimentos (Brasil y Argentina), energía (México y Colombia) y minerales (Chile y Perú); y iii) el control de la inflación y la flotación cambiaria (con excepción de Argentina) habían contribuido a la estabilización fiscal, gracias al buen desempeño de sus empresas públicas y a la facilidad de los gobiernos para financiarse con deuda interna (llevándola a representar cerca de un 80% del total y promediando cerca de un 40% del PIB a nivel regional).

En efecto, se postulaba que América Latina podría sostener expansiones del 6% anual, aun si el mundo desarrollado tan solo crecía a tasas del 2% anual. Sin embargo, durante 2013-2016 han sido evidentes las fragilidades estructurales de dichos mercados emergentes ante la reversa en el súper ciclo de *commodities*. De hecho, ya se había dado una corrección importante en el componente de minerales, afectando en la región a Chile y Perú, entre otros. Durante 2014-2016, dicha corrección se ha extendido al componente de energéticos, llevando el precio del petróleo (Brent) a promediar cerca de US\$50/barril en 2016, implicando una caída del -50% anual respecto del promedio de 2013-2014.

Todo esto con el agravante de haber desperdiciado el período de auge (2003-2014) para haber avanzado en las reformas estructurales necesarias (con particular relevancia para Colombia en los frentes de infraestructura, pensional-laboral y tributario).

En particular, el Índice de Sufrimiento Macroeconómico sugiere que la ten-

sión que estará enfrentando el país en 2015-2016 (ubicándose en el 12.9%) será menos severa al compararla con el período de crisis hipotecaria de 1998-1999 (32.9%) o de tensión financiera de 2008-2009 (13.9%), ver gráfico 4. Sin embargo, la desaceleración global (antes comentada) plantea serios desafíos para Colombia en el período 2015-2016, pues el país ha empezado a ser visto como otra economía con un alto riesgo de deterioro macroeconómico externo y fiscal. Su elevada exposición a los *commodities* (un 65% de su canasta exportadora) también se refleja en una fuerte dependencia fiscal hacia los mismos (cercana del 20% del total de los ingresos públicos consolidados durante el período 2013-2014).

Más específicamente, los agudos desafíos que estará enfrentando el país durante el período 2015-2016 serán: i) desaceleraciones del PIB-real hacia el 2%-2.5% en 2016, después de haberse expandido a tasas cercanas al 3.1% en 2015, lo cual se estará traduciendo en un rebote de la tasa de desempleo promedio hacia el 9.4% (vs. 8.9%); ii) persistentes presiones inflacionarias (ubicándose en el 6.2% al cierre de 2016), por cuenta de una gran presión cambiaria (*pass-through*), con devaluaciones

en el rango 15%-20% en 2016, y elevados precios de los alimentos; y iii) deterioros en los llamados déficits gemelos, llegando al 4.3% del PIB en el déficit fiscal en 2016 (vs. 3% en 2015) y al 5.8% del PIB en el déficit de cuenta corriente (vs. 3% histórico).

Conclusiones

Hemos visto cómo las más recientes crisis económicas o momentos de tensión macrofinanciera afectaron (o estarán afectando) el desempeño macroeconómico del país. Una herramienta útil para comparar lo ocurrido en cada uno de los períodos analizados proviene del mencionado Índice de Sufrimiento Macroeconómico.

Dicho índice muestra que las mayores afectaciones a la actividad económica ocurrieron en la crisis hipotecaria de 1998-2003, cuando el “sufrimiento macroeconómico” llegó a niveles del 25% (o incluso al 32.9% en 1998-1999 vs. el promedio histórico del 17.3%), ver cuadro 1.

En contraste, la adopción del régimen de flotación (septiembre de 1999) y la implementación del esquema de I-O (octubre de 2000) le permitieron

al BR aplicar una política monetaria contracíclica tras el estallido de la crisis financiera internacional en 2008-2009 (ver cuadro 2). Allí también le resultó favorable al país: i) recurrir a los “estabilizadores automáticos” fiscales, evitando recortar el gasto público por cuenta de los menores recaudos tributarios (llevando el déficit del Gobierno Central del 2% del PIB en 2008 al 4% del PIB en 2009-2010); y ii) el impulso proveniente del auge del sector minero-energético, aportándole 0.6pp de crecimiento al PIB-real durante 2008-2009.

Así, el Índice de Sufrimiento Macroeconómico se ubicó en niveles del 11.1% durante el período de la Gran Recesión de 2008-2012 (o en el 13.9% en el peor momento de dicha crisis).

Por último, el Índice de Sufrimiento Macroeconómico sugiere que la tensión macrofinanciera que estará enfrentando el país en 2015-2016 (ubicándose en el 12.9%) será menos severa al compararla con el período de crisis hipotecaria de 1998-1999 (32.9%) o de tensión financiera internacional de 2008-2009 (13.9%).

Sin embargo, las vulnerabilidades de la economía colombiana resaltan la urgencia de tramitar reformas

Cuadro 1. Índice de Sufrimiento Macroeconómico (%)

Período	Inflación (IPC)	Desempleo (Nacional)	Crecimiento (PIB-real)	Sufrimiento macroeconómico
	(1)	(2)	(3)	(4)=(1)+(2)-(3)
Crisis hipotecaria (1998-2003)	9.3	16.7	1.0	25.0
Gran Recesión (2008-2012)	3.8	11.3	4.0	11.1
Crisis minero-energética (2015-2016)	6.5	9.4	2.8	12.9
Promedio histórico (1994-2016)	8.5	12.3	3.5	17.3

Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Cuadro 2. Resumen: principales variables

		Crisis hipotecaria (1998-2003)	Gran Recesión (2008-2012)	Crisis minero-energética (2015-2016)
Inflación		Desinflación fortuita	Anclaje a meta de largo plazo (2%-4%)	Desanclaje expectativas de inflación
Manejo cambiario		Bandas reptantes	Flotación administrada	Flotación limpia
Tasa de interés		Indexación a DTF	Manejo contracíclico	Enfrenta <i>pass-through</i>
Crédito hipotecario		Burbuja apalancada	Inflación de activos (Colcap, TES, otros)	Desinflación activos (no sobreapalancamiento)
Solvencia y situación macro- prudencial	Índice de cobertura hipotecario	Muy bajo 24.6%	Bajo 80.4%	Adecuado 145.0%
	Calidad cartera hipotecaria	Mala 17.9%	Buena 3.5%	Muy buena 2.0%
	<i>Loan-to-value</i>	Mayor al 100%	70%	50%

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

estructurales en los frentes tributario, pensional y de flexibilización laboral, como lo ha venido recomendando la OECD, entre otros. Además, esto debería combinarse con reformas transversales (mantener el paso en materia de inversión en infraestructura y logística, para reducir los sobre costos de transporte) y sectoriales que eleven la productividad de la industria y el agro. Entre ellas se destacan: i) organizar la migración de recursos hacia sectores con potencial competitivo dentro de la industria; ii) establecer *clusters* regionales que permitan, mediante la acción coordinada público-privada, generar economías de escala-alcance; y iii) relocalizar geográficamente buena parte de la producción manufacturera hacia las costas Pacífica y Atlántica (ver Clavijo *et al.* 2015). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2006), “Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: análisis y propuestas sobre la consolidación bancaria (1990-2006)”, junio de 2006.
- Anif (2010), “Crisis financiera internacional (2007-2009): lecciones para Colombia”, *Comentario Económico del Día* 5 de mayo de 2010.
- Anif (2011), “El crédito hipotecario en Colombia: evaluación del impacto regulatorio poscrisis”, Documento elaborado para el BID, mayo de 2011.
- Anif (2016), “Déficits gemelos (externo y fiscal): Colombia vs. Estados Unidos”, *Informe Semanal* No. 1312 de abril de 2016.
- Clavijo S. (2000), “Reflexiones sobre política monetaria e Inflación Objetivo en Colombia”, Banco de la República, *Borradores Semanales de Economía* No. 141 de febrero de 2000.
- Clavijo S., Rojas C.I. y González A. (2010), “La crisis financiera internacional: el tránsito hacia Basilea III”, Anif, noviembre de 2010.
- Clavijo S., Vera A., Cuéllar E., Ríos A., Fandiño A. y Vera N. (2015), “¿En qué va la competitividad de Colombia?”, revista *Carta Financiera* No. 170 de junio de 2015.
- Zárate J.P., Cobo A.L. y Gómez J.E. (2012), “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetaria y financiera en Colombia”, Banco de la República, *Ensayos sobre Política Económica* No. 69 de diciembre de 2012.

¿Cómo va el Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales?

Por: Juan Martín Caicedo Ferrer *

Son muchas las expectativas que giran en torno a la ejecución del Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales, no solo porque representa una inversión casi que sin precedentes en la historia reciente del país, sino porque también es la oportunidad de modernizar las vías que durante tanto tiempo han explicado los atrasos en materia de competitividad.

Para tener claro cuál es el estado actual del 4G es importante recordar el punto de partida. Este programa de carreteras es el primero en ser adjudicado y ejecutado bajo los lineamientos de la Ley de Asociaciones Público Privadas (Ley 1508 de 2012). Este nuevo marco normativo implicó cuatro cambios radicales frente a lo que se venía trabajando en términos de concesiones en el país. El primero es la financiación 100% privada de la inversión, es decir, al concesionario le corresponde colocar la totalidad de los recursos de capital que se requieren para adelantar las obras en una mezcla entre *equity* y deuda.

*Presidente ejecutivo CCI. Email: jcaicedo@infraestructura.org.co



¿CÓMO VA EL PROGRAMA DE LA CUARTA GENERACIÓN?

El segundo es el pago por disponibilidad. Contrario a lo que sucedía en las generaciones anteriores, en la actualidad el concesionario solo recibe la participación correspondiente a capital público una vez la infraestructura esté disponible para ser disfrutada por los usuarios. Vale la pena mencionar que el pago por disponibilidad, sumado al esquema de *project finance* (financiación privada del 100% de los recursos de capital), hace que el reto de la financiación de estos proyectos sea particularmente desafiante.

El tercer punto está relacionado con la distribución de riesgos. De acuerdo con lo establecido en la Ley de APPs, el criterio de asignación de riesgos se basa en quien esté en mejor capacidad de administrarlo. Aunque parece algo obvio, el marco normativo sobre el cual se ejecutaron los proyectos de concesión en el pasado carecía de esta indicación y en algunos casos esta

omisión derivó en complicaciones en la ejecución de los proyectos.

El último punto está relacionado con la restricción explícita en cuanto a posibles adiciones y prórrogas, las cuales en el pasado se habían constituido en un incentivo muy complejo de manejar entre las partes.

¿Cómo va el Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales?

Ahora bien, con estos cuatro puntos claros se puede dar respuesta a la pregunta: ¿cómo va el Programa de la Cuarta Generación de Concesiones Viales? La respuesta es muy sencilla, el programa va bien, va en la etapa contractual en la que debe ir.

En este momento los concesionarios se encuentran, puntualmente, adelantando los diseños de ingeniería de

detalle con los mejores estándares de calidad, se están concretando los acuerdos con los proveedores de bienes como el acero, el concreto y la maquinaria, transacciones que serán muy importantes para dinamizar la economía. De igual manera, se están adelantando las gestiones prediales y ambientales necesarias para iniciar la primera unidad funcional y todos están concentrados en concluir los acuerdos con los financiadores.

Contrario a lo que sucede en un contrato de obra pública, donde el contratista debe cumplir con la construcción del proyecto en un tiempo corto, el contrato de concesión está asociado a la operación de un proyecto, en este caso una carretera, por un período de más de dos décadas. Es decir que, al inicio del proyecto, se deben resolver todos los asuntos propios de la preoperación para garantizar la mayor eficiencia y eficacia en el proceso de operación y mantenimiento del proyecto. Así las cosas, las actividades de preconstrucción y construcción del Programa 4G corresponden a una etapa preoperativa y deben adelantarse con la mayor diligencia y rigor para poder cumplir con los estándares de calidad definidos en el contrato para la operación y el mantenimiento (ver diagrama 1).

Además, todos los concesionarios están operando las vías existentes. Si bien es cierto que la etapa de operación inicia formalmente una vez están terminadas las obras de la última unidad funcional, el concesionario está obligado a operar y mantener la vía desde el primer

Diagrama 1. Descripción de las etapas contractuales de un proyecto 4G



Fuente: elaboración del autor.

momento, bajo unos estándares de calidad y servicio que van a aumentar en exigencia una vez la nueva infraestructura entre en funcionamiento. Algunas de las actividades están relacionadas con el suministro de equipos y personal adecuado para garantizar la seguridad vial y la operación de la vía, de acuerdo con las exigencias del contrato. Así como con la presencia de las máquinas y el personal especializado para realizar actividades de mantenimiento rutinario.

Sobre los cierres financieros

Si bien es cierto que ha habido algunas inquietudes alrededor de los cierres financieros, es importante aclarar varios temas que resultan claves en esta discusión. Primero, los cierres son la estrategia de financiamiento que define el concesionario con sus acreedores de acuerdo con las particularidades de cada proyecto. Por lo tanto, no habrá dos proyectos con el mismo cierre, toda vez que no existen dos proyectos con exactamente las mismas características técnicas y perfil de riesgo. El objetivo de esta estrategia es garantizar la disponibilidad de los recursos de *equity* y deuda para fondear, principalmente, las actividades de construcción.

Segundo, de acuerdo con lo definido en el contrato, se entiende que hay cierre financiero cuando los concesionarios presentan a la ANI las certificaciones con el respaldo de los financiadores al proyecto.

Tercero, los desembolsos de los créditos y demás recursos de apalancamiento ocurrirán según lo que haya definido el concesionario con sus acreedores y la ocurrencia de

“Para que el Programa 4G salga bien, es importante que todos los actores involucrados entiendan y gestionen el contrato como una asociación y no como un negocio de contrapartes. Particularmente, es clave que las autoridades nacionales y territoriales involucradas en la gestión de permisos y licencias actúen con la debida diligencia para contribuir al cumplimiento de los cronogramas establecidos.”

este evento en ningún momento está relacionada con demoras en la ejecución de los proyectos. Por lo tanto, a la fecha no hay motivos para manifestar alguna preocupación sobre este particular. Todo marcha al ritmo que debe marchar.

Es la primera vez que pasan muchas cosas

Ahora bien, a la hora de evaluar el estado actual del programa es importante tener en cuenta que en la historia reciente del sector no hay ninguna inversión comparable con el 4G. Esto es cierto no solo desde el punto de vista del monto de recursos que va a movilizar, sino también desde la perspectiva del marco normativo e institucional sobre el cual se ejecutarán los proyectos. En palabras simples, con el Programa 4G es la primera vez que pasan muchas cosas.

Por ejemplo, como se mencionó al inicio de este artículo, la Ley de APPs fue la que le dio vida al Programa y estableció los parámetros para la licitación y posterior adjudicación de los proyectos. Esta ley también fue la que definió el pago por disponibilidad del servicio y la que sentó las bases para la posterior reglamentación de las unidades funcionales. Nunca antes se ha ejecutado un proyecto donde los aportes del Estado, los cuales en promedio representan cerca del 60% de los ingresos del concesionario,

entren al flujo de caja del proyecto después de que se ha completado toda la inversión en construcción.

También hay un nuevo contrato e implica que todos los actores involucrados en el proyecto, entre los que están los financiadores, tienen que entender y adaptarse a las obligaciones definidas en esta nueva minuta. Además, se están ejecutando proyectos de una altísima complejidad técnica. En la historia del país jamás se han llevado a cabo obras simultáneas de la envergadura de las propuestas por este programa, ni se han requerido apalancamientos cercanos al billón de pesos por proyecto con plazos largos.

Sumado a lo anterior, es clave mencionar también que el Programa 4G se constituye en la prueba ácida de la Ley de Infraestructura (Ley 1682 de 2013), la cual fue pensada con el propósito de dar solución a los principales problemas asociados a la fase de construcción. Todas las apuestas están hechas alrededor de la materialización de los beneficios de esta ley, los cuales se ven representados principalmente en mejoras en los tiempos de duración de los trámites de expropiación predial, licenciamiento ambiental y traslado de redes, pues del cumplimiento de los cronogramas depende la estructura de liquidez de estos proyectos y en consecuencia su grado de banqueabilidad.

Los puntos anteriores son apenas unos ejemplos de un universo lleno de elementos retadores para los con-

GUÍA EMPRESARIAL



Estudio Trimestral

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

INFORMES

- ◆ **Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF**
Calle 70 A No. 7-86 · Teléfonos: (051) 3073295
Línea gratuita 01 800 0119907
- ◆ **Departamento Comercial:**
Correo electrónico: mivanegas@anif.com.co · dguzman@anif.com.co
Teléfonos: (051) 307 3295, 310 1500 ext. 122 y 111 · Celular: 310 561 7197
Bogotá - Colombia

cesionarios, los financiadores, los proveedores, los interventores y, sin duda, el Estado en su calidad de concedente, pero también de regulador de mercados clave como el financiero.

¿Qué se necesita para que el Programa 4G salga bien?

Para que el Programa 4G salga bien, es importante que todos los actores involucrados entiendan y gestionen el contrato como una asociación y no como un negocio de contrapartes. Particularmente, es clave que las autoridades nacionales y territoriales involucradas en la gestión de permisos y licencias actúen con la debida diligencia para contribuir al cumplimiento de los cronogramas establecidos.

En línea con este último punto, también es importante poner de presente que los concesionarios deben adelantar la gestión social y predial con el decidido apoyo del concedente y de las autoridades correspondientes, y que frente al reto de la gestión predial, social, ambiental y de interferencia de redes, se hace perentoria una adecuada coordinación entre las entidades del Estado a cargo de los asuntos en mención.

Además, hay que reconocer que es el momento de la gestión contractual, para lo cual es indispensable el fortalecimiento de la ANI. Con la misma diligencia con la que la dicha agencia se dio a la tarea de atender los desafíos de la estructuración, asimismo debe afrontar los retos de la supervisión y acompañamiento de estos proyectos. Pasar de invertir menos del 1% del PIB al 3% del PIB en infraestructura de transporte obliga a aumentar la capacidad técnica de quienes trabajan en el Estado. Sobre todo, en aquellos asuntos como los prediales, ambientales y sociales que necesitan de personal especializado y suficiente por proyecto.

Finalmente, aunque ya se ha insistido en varias ocasiones sobre la urgencia de adelantar el trámite para el proyecto de ley de consulta previa con las comunidades ancestrales, todavía no hay avances significativos. Sin esta norma, la administración del riesgo asociado a la consulta se rodea de muchas incertidumbres que hacen muy complejo para las partes adelantar gestión alguna para su mitigación. 

Vías terciarias para cerrar brechas territoriales

Por: Juan Mauricio Ramírez *

Diversos análisis han mostrado que en Colombia la confluencia de una geografía compleja y la falta de una infraestructura de transporte de calidad han sido una de las principales trabas al crecimiento potencial y al logro de una mayor integración territorial.

a. Pobreza y aislamiento

Las ciudades, múltiples y de diferentes tamaños, surgieron y se consolidaron en Colombia como un sistema de islas desconectado entre sí. Los municipios alrededor de esas ciudades fueron conformando aglomeraciones en la medida en que la mancha urbana se extendía alrededor de éstas. Las cifras han mostrado que estas aglomeraciones urbanas han sido círculos virtuosos de mayor crecimiento económico y de reducción de la pobreza. Entre 2002 y 2015, la pobreza en las 13 principales áreas metropolitanas se redujo de 36.2% a 15.4%. Ramírez *et al.* (2016), con base en información censal, muestra que entre 1993 y 2005 los municipios que más redujeron la pobreza multidimensional hacían parte de la aglomeración urbana en torno a Bogotá y Medellín (tabla 1).



*Investigador Asociado de Fedesarrollo. Email: jmramirez@fedesarrollo.org.co

Tabla 1. Municipios que más redujeron la pobreza multidimensional entre 1993 y 2005

Municipio	Variación (p.p.) 2005	Población 2005	Densidad pob. 2005	Distancia (km) Ciudad*
Envigado (Antioquia)	-69.77	174.108	3.704.4	13.6
Chía (Cundinamarca)	-69.48	97.896	1.208.5	18.5
Madrid (Cundinamarca)	-68.94	62.425	511.7	25.9
Itagüí (Antioquia)	-65.65	235.016	10.682.5	9.0
Mosquera (Cundinamarca)	-65.52	63.226	590.9	15.0
Funza (Cundinamarca)	-65.27	61.360	889.6	22.4
Sabaneta (Antioquia)	-64.87	44.480	2.965.3	14.5
Facatativá (Cundinamarca)	-64.40	107.452	706.9	34.9
La Estrella (Antioquia)	-61.32	52.563	1.420.6	13.1
Caldas (Antioquia)	-61.03	67.999	507.5	23.4
Bogotá D.C.	61.01	6.740.859	4.761.8	0

*Distancia euclidiana medida entre centroides a la ciudad más cercana de 400.000 habitantes o más.
Fuente: Ramírez *et al.* (2016).

Al mismo tiempo, la pobreza y la pobreza extrema en particular se concentraron en las áreas rurales, desconectadas de los centros urbanos y del Sistema de Ciudades. En efecto, el 33% de la población pobre del país y el 52% de la población en pobreza extrema viven en dichas áreas. El **gráfico 1** muestra una relación directa entre el Índice de Ruralidad y la pobreza multidimensional municipal. Esto significa que los municipios que están más distantes de las ciudades de más de 100.000 habitantes y que tienen menores densidades poblacionales (las variables que componen el Índice de Ruralidad) son, en promedio, más pobres que los que presentan menores índices de ruralidad.

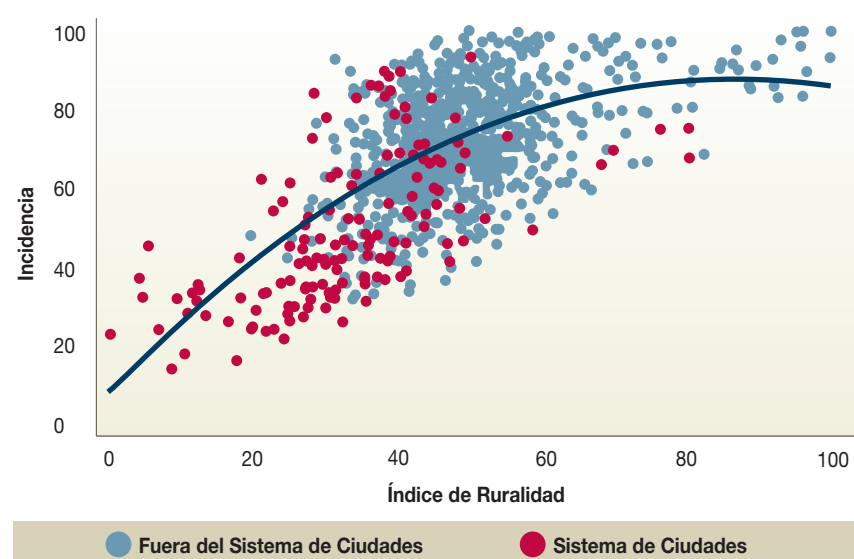
En este contexto, la distancia se vuelve una variable crítica y acortar distancias a través de una mejor infraestructura de transporte que conecte las diferentes regiones del país con el Sistema de Ciudades y las áreas rurales con sus cabeceras urbanas es central para la reducción de la pobreza y el desarrollo regional.

Desde este punto de vista se puede hablar de dos agendas distintas y complementarias en la política de inversión en infraestructura de transporte (Ramírez y Villar, 2014).

La primera es la relacionada con la construcción de las grandes troncales y

dobles calzadas que permiten conectar las ciudades principales entre sí y con los puertos, así como reducir los costos de transporte para la integración de la economía nacional con el resto del mundo. Se trata en general de grandes proyectos de inversión donde la inversión privada se ve atraída por la posibilidad de obte-

Gráfico 1. Ruralidad y pobreza multidimensional



Fuente: Ramírez *et al.* (2016).

ner beneficios a través de concesiones para la construcción y mantenimiento de dichas infraestructuras a través de mecanismos que involucran el cobro de peajes con aportes del Gobierno Nacional mediante compromisos de pagos por uso de las vías con el mecanismo de vigencias futuras.

La segunda agenda es la del desarrollo de la infraestructura regional (vías secundarias y terciarias), que permite comunicar los pueblos y las veredas entre sí y conectar las regiones con ciudades de diverso orden y jerarquía (ciudades rurales, ciudades intermedias, Sistema de Ciudades). Por dicha razón, la inversión en esta infraestructura es un camino necesario para el desarrollo rural y para la reducción de la pobreza en las áreas rurales. Típicamente se trata de proyectos que no son atractivos para la inversión privada, ya que no cuentan con los tráficos mínimos requeridos, y por ende suelen hacerse a través de contratos de obra pública, aunque existen experiencias exitosas para la concesión y mantenimiento de redes viales secundarias. Se trata además de proyectos que deben ser gestionados y financiados por gobiernos

locales (municipios y departamentos), muchos de los cuales tienen muy baja capacidad institucional.

Aunque suelen oírse voces que privilegian la agenda 4G sobre las vías territoriales (como “obras románticas” las calificaba un alto funcionario del gobierno), en la articulación entre ambas agendas reside uno de los más potentes mecanismos gana-gana hacia el futuro: reducir los costos de transporte, mejorar la competitividad y articular las regiones al Sistema de Ciudades.

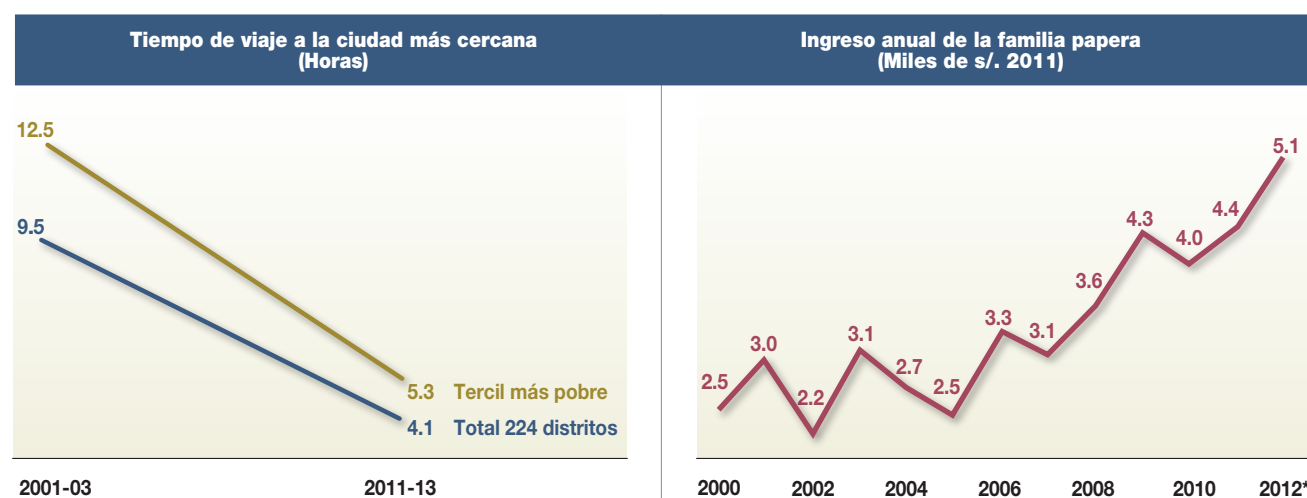
b. Efectos de las vías terciarias sobre el bienestar

Algunos estudios han cuantificado los efectos positivos de las vías terciarias para Colombia y otros países: Ramírez y Villar (2014), utilizando datos a nivel municipal para Antioquia, encuentra que un aumento del 10% en la densidad vial terciaria (número de kilómetros de vías terciarias por km²) reduce el porcentaje de pobreza en un 5%. Se encuentra también que

el precio promedio de la leche que se paga al productor disminuye en la medida en que aumenta la distancia a Medellín, y aumenta en la medida en que aumenta la densidad vial terciaria.

Webb (2013) encuentra una relación similar en Perú entre los precios recibidos por agricultores de maíz y arroz, y su distancia de los mercados urbanos en Perú. A mayor distancia, menores precios y menores ingresos. Uno de los factores que explica el gran incremento de los ingresos rurales y de la producción agropecuaria en Perú desde la década pasada han sido las sustanciales mejoras en la infraestructura vial terciaria. Con base en una encuesta de distritos, Webb (2013) encuentra una reducción promedio del 50% en el tiempo de transporte desde los distritos rurales a las ciudades más cercanas, entre 2001 y 2011 (**gráfico 2**). Esta disminución “significó, sin duda, una fuerte reducción en el costo del movimiento de personas y de mercadería, abriendo nuevas oportunidades para el intercambio local y para el acceso a servicios educativos, de salud y servicios técnicos relacionados con la actividad productiva” (pág. 199).

Gráfico 2. Indicadores de mejoras en infraestructura y en resultados sociales económicos en el Perú



Fuente: Infraestructura y Calidad de Vida Rural, presentación hecha por Richard Webb, Noviembre 20 de 2013., USMP, Instituto del Perú.

De otro lado, Sánchez (2016) utiliza información de la Encuesta Longitudinal Colombiana de la Universidad de los Andes (ELCA) y encuentra que las intervenciones en infraestructura de transporte terciaria reducen los costos de transporte, aumentan la velocidad de desplazamiento, y permiten al hogar rural asignar de manera eficiente el uso del tiempo. En particular, se encuentra que, como resultado de la intervención, los hogares sustituyen autoconsumo por consumo adquirido en el mercado en un 3%, y destinan una mayor parte de su tiempo a actividades no agropecuarias, en especial en comercio, industria, construcción y servicios. En conjunto, los hogares incrementan sus niveles de ingreso en un 6% y el consumo en un 7%. Un efecto no menos importante es que los hogares agrícolas aumentan su grado de especialización al reducir su rango de producción en al menos un producto agrícola. Todo lo anterior se expresa en una disminución de 2 puntos porcentuales en la pobreza y en 1 punto porcentual en la pobreza extrema.

La conclusión de los anteriores estudios es que la transformación rural, el aprovechamiento del potencial agropecuario, el incremento en los ingresos rurales (agropecuarios y no agropecuarios) y la reducción de la pobreza rural requieren de una mejora sustancial en la red vial terciaria y en la articulación entre esta y la red secundaria y primaria. El avance en la agenda de las dobles calzadas y las 4G sin una mejora sustancial de la infraestructura de transporte regional limita significativamente las economías de red que caracterizan justamente a las redes de transporte, reduciendo su efecto multiplicador sobre los ingresos regionales y nacionales, y su capacidad de articular en mayor grado las regiones al Sistema de Ciudades (Constain *et al.* 2015).

c. La inversión en vías terciarias

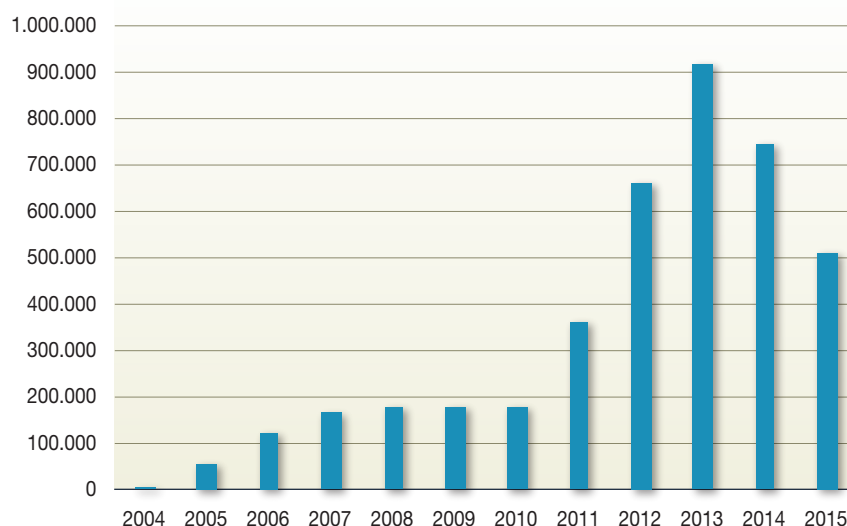
En los últimos años el país ha aumentado sustancialmente la inversión en vías terciarias, especialmente la financiada con recursos del Presupuesto General de la Nación (PGN) (**gráfico 3**). Tomando en cuenta estos recursos, junto con los del Sistema General de Regalías (SGR) y los recursos de los municipios (distintos a los anteriores), el promedio del gasto en vías terciarias entre 2012 y 2014 fue de \$1,95 billones por año (a precios de 2015). De este total, \$862 mm (44% del total) fueron aportados por el Gobierno Nacional, \$780 mm (40%) por recursos municipales y \$312 mm (16%) corresponde a proyectos aprobados por el SGR.

El cálculo de los costos de intervención de la red vial terciaria del Conpes 3857 de 2016 es que se requerirían cerca de \$50 billones de pesos para lograr los cambios requeridos en el estado de esta red vial y alcanzar los objetivos

descritos en el **gráfico 4** en términos de aumentar y mejorar la calidad de la red en pavimento y afirmado, reemplazar las vías con superficie en tierra, y garantizar la conservación y mantenimiento requeridos para el conjunto de la red vial terciaria. Esto significa intervenciones del orden de \$3.3 billones por año durante 15 años, es decir, un aumento de 73% con respecto a los niveles de inversión promedio de los últimos cuatro años.

Sin embargo, más allá de la insuficiencia de recursos, el problema principal de la inversión en vías terciarias en Colombia ha sido el modelo de gestión de la inversión, y por ende la efectividad de dicho gasto. Los recursos han sido volátiles, el mantenimiento se hace de manera correctiva y no de manera preventiva y en muchos casos hay dificultades en la definición de la propiedad de las vías, lo que no permite tener un responsable de su gestión. Además, hay claras deficiencias en la capacidad de gestión de los entes territoriales.

Gráfico 3. Evolución de la inversión anual del Presupuesto General de la Nación en vías terciarias 2004-2015 (millones de pesos)



Fuente: DNP (2016).

Las intervenciones del Gobierno Nacional en la red vial terciaria, que desde 2010 han superado con creces, en términos de recursos, los esfuerzos de los años anteriores, probablemente han exacerbado estos problemas en lugar de resolverlos. En efecto, dichas intervenciones no garantizan ni promueven ninguna apropiabilidad por parte de los entes territoriales, ni resuelven los problemas de mantenimiento de las vías. De hecho, por la forma como se han implementado probablemente se han creado incentivos perversos para que los ETs no se hagan cargo cuando la Nación ha invertido en ellas. De esta manera, las intervenciones del Gobierno Nacional en la red vial terciaria no solo no han garantizado una gestión vial efectiva, sino que tampoco han contribuido a fortalecer la capacidad institucional de los ETs para ejercer sus competencias. Esto sin contar con que los criterios de asignación de los recursos del presupuesto han carecido de un sustento técnico y obedecen, en cambio, a negociaciones políticas

entre el Ejecutivo y el Legislativo donde las prioridades desde las regiones probablemente no tienen un peso importante.

Vale la pena contrastar este modelo de intervención con el modelo peruano, donde se ha creado una institucionalidad desde el Gobierno Nacional cuyo foco de atención es el apoyo a la gestión vial territorial a través del Provías Descentralizado. El objetivo explícito de las intervenciones de esta entidad es el impulso a la descentralización de la gestión vial a través del fortalecimiento de las capacidades regionales y locales. Más aún, se busca promover la articulación entre el desarrollo de la infraestructura vial y el desarrollo productivo y rural a través de intervenciones como el Programa de “Ventanas de Desarrollo Local”, en coordinación con el Fondo de Cooperación para el Desarrollo Social (Foncodes), y de promover la generación de empleo local a través de programas de mantenimiento vial con base en microempresas locales.

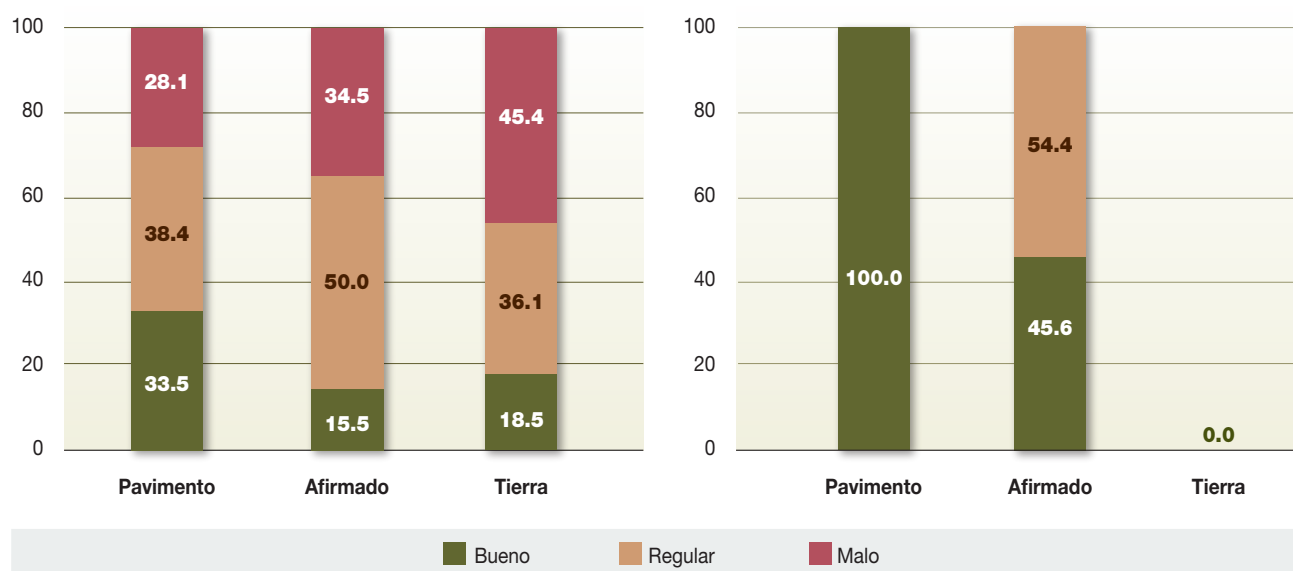
d. El Conpes para la gestión de la red terciaria

A buena hora, sin embargo, el Gobierno Nacional ha trazado un mapa de ruta que debe mejorar estructuralmente el estado actual de la red vial terciaria y fortalecer la capacidad de los entes territoriales responsables de su gestión. Este mapa de ruta es el Conpes 3857 aprobado recientemente y que contiene los lineamientos de política para la gestión vial terciaria.

La gestión de la red terciaria se basa en los siguientes lineamientos:

El primero es la generación de información a través del levantamiento del inventario de la red vial terciaria con cargo a recursos del presupuesto nacional y aportes de regalías. Dichos inventarios, de los cuales hay un excelente ejemplo implementado en Antioquia en la administración de Sergio Fajardo, a través de los llamados Planes Viales Subregionales Participativos, deben generar la información necesaria sobre la funcionalidad

Gráfico 4. Estado actual de la red terciaria y objetivos a 2030 (%)



Fuente: DNP (2016).

de la red terciaria desde el punto de vista de los flujos de transporte de bienes y personas, ubicación de infraestructuras sociales y servicios subregionales, etc. Por sus características, estos ejercicios deben ser participativos y validados con las comunidades.

El segundo eje es el desarrollo de un modelo de priorización de proyectos al interior de cada municipio a partir de la información contenida en los inventarios viales, teniendo en cuenta criterios técnicos (como estado de la vía, conectividad), económicos (funcionalidad económica para el territorio) y sociales (acceso a infraestructuras sociales, bienes comunes, etc.).

El tercer eje es la incorporación de criterios costo eficiencia para la selección de los proyectos, para lo cual debe hacerse efectiva la exigencia de proyectos en etapa de factibilidad.

El cuarto elemento es incentivar los aportes de recursos de los entes territoriales a través de esquemas de cofinanciación con recursos del presupuesto nacional que tengan en cuenta la priorización de los proyectos y la capacidad de los municipios según su grado de desarrollo. Se usarán también incentivos para garantizar el mantenimiento rutinario por parte de los municipios (“bono por mantenimiento”), y promover proyectos que respondan a criterios de red (“bono por red”).

El quinto lineamiento tiene que ver con los cambios en las prácticas de contratación a través de la estandarización de contratos por parte de Colombia Compra Eficiente, y promoviendo el empaquetamiento de contratos para buscar economías de escala y fomentar la competencia.

El desarrollo de esta ambiciosa agenda de política es una necesidad para cam-

biarle la cara a la red vial terciaria del país y articularla eficazmente con la red de transporte secundaria y primaria. Probablemente deben agregarse dos elementos que deberían tenerse en cuenta en la implementación de esta agenda: el primero es incorporar explícitamente en las intervenciones de las vías terciarias, las intervenciones en los caminos de herradura que pueden tener un gran impacto sobre el bienestar de la población rural más pobre y más aislada en diversas regiones del país. El segundo elemento es la necesidad de coordinar agendas entre las diferentes entidades del gobierno responsables del desarrollo rural. El apoyo a programas de inclusión productiva en las regiones en cabeza del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, por ejemplo, o de inclusión social en cabeza de Prosperidad Social debería articularse al desarrollo de la gestión vial terciaria para potenciar las diferentes intervenciones.

Adicionalmente, el desarrollo de esta agenda implica la transformación efectiva del Invías de cara a las necesidades de desarrollo de la gestión descen-

tralizada. En particular, es necesario repensar el Invías para apoyar la elaboración de inventarios y diagnósticos viales, desarrollar marcos normativos y manuales técnicos, fortalecer las capacidades municipales y departamentales para la gestión vial territorial, promover proyectos regionales de infraestructura, y apoyar la estructuración de proyectos y la gestión de recursos.

e. Conclusión

En síntesis, la agenda de infraestructura de transporte no se agota en las dobles calzadas. La reducción de la pobreza y la desigualdad requiere el desarrollo de la infraestructura regional y hace parte del reto del desarrollo rural al cual debe responder el país a partir de los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo de “Transformación del Campo” y de los acuerdos de paz de La Habana que deben formalizarse en poco tiempo. Sin duda alguna, la construcción de la paz en Colombia transita en buena medida por las vías terciarias. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- | | |
|--|---|
| Constain, S., J. Maldonado y J. M. Ramírez (2015) <i>Modelo de Gestión – Invías Territorial</i> . USAID. | Ramírez, J. M. y L. Villar (2014). <i>Infraestructura regional y pobreza</i> . Bogotá: Working Paper No. 61, Fedesarrollo. |
| DNP. (2016). <i>Lineamientos de política para la gestión de la red terciaria</i> . Documento CONPES 3857. Bogotá D.C. | Sánchez, C. F. (2016). <i>El impacto de la infraestructura vial en los hogares rurales colombianos. Hacia dónde van las vías?</i> Documentos CEDE, 2016-02. |
| Ramírez, J. M., J. G. Bedoya y Y. Díaz (2016). <i>Geografía económica, descentralización y pobreza multidimensional en Colombia</i> . Bogotá: Cuadernos de Fedesarrollo No. 54, Marzo. | Webb, R. (2013). <i>Conexión y despegue rural</i> . Lima: Instituto del Perú. |



El liderazgo de la FDN, clave para la financiación de la infraestructura del país

Por: Clemente del Valle *

Cumplir con la meta que se ha propuesto Colombia de poner al día el atraso que existe en la infraestructura nacional ha requerido de muchos elementos que parten del entendimiento de que este es un tema estratégico para el país.

El desarrollo de este sector implicaba, y aún requiere, contar con una importante cantidad de recursos, pues la magnitud de los proyectos así lo demanda. En este escenario es que cobra tanta relevancia el papel y liderazgo de la FDN. Más aún con miras hacia las próximas olas de Cuarta Generación (segunda y tercera) y las iniciativas privadas, que requieren de una mayor participación de la Financiera de Desarrollo Nacional para viabilizar su financiación.

Esta entidad fue creada, para además de dar financiación directa a los proyectos, movilizar a otras fuentes nacionales e internacionales mediante su forma de participación en los cierres. Es así como, los sponsors de los proyectos, es decir los constructores y los concesionarios, pueden acceder a más alternativas de financiación y conseguir mejores condiciones, en factores como el plazo y las tasas.

Durante la primera ola se ha venido evidenciando la importancia del rol de la FDN. Un ejemplo de esto lo constituye el proyecto Pacífico 3 en el que la FDN participó en un 10% de la necesidad de financiación de este a través de una facilidad multipropósito, producto especialmente diseñado por la FDN para atender las

*Presidente de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN). Email: pdiaz@kreab.com

necesidades de liquidez durante toda la vida de los proyectos, pues permite cubrir faltantes de caja para el pago de la Deuda Senior, fundamental para mejorar la calificación crediticia. Gracias a esto, el proyecto logró la participación del mercado de capitales internacional y nacional, mediante la emisión de bonos internacionales por un monto de US\$260 millones, con un plazo de 19 años, y el bono de UVR en términos similares de plazo, que representaron el 60% del total del cierre financiero. Un hito sin precedentes para Colombia.

Otro caso a destacar es el cierre recientemente anunciado para el Proyecto Corredor Vía Perimetral del Oriente de Cundinamarca. Este proyecto de la empresa Shikun & Binui, principal grupo de infraestructura de Israel, contó con los aportes a sus necesidades de financiación de los bancos Bancolombia y Corpbanca, del Banco Interamericano de Desarrollo y de la FDN.

Es importante mencionar que en ese caso de Perimetral de Oriente tuvimos, junto con el Banco Interamericano de Desarrollo, un liderazgo muy importante que fue clave para lograr la participación de otras fuentes en un proyecto liderado únicamente por la empresa israelí que, a pesar de tener amplia experiencia y reconocimiento internacional, en nuestro país hasta ahora está empezando a abrirse camino. Es así como la participación tanto del BID como de la FDN fue clave para lograr la confianza de actores de tanto peso en el mercado nacional, como son Bancolombia y Corpbanca, con quienes finalmente se completó la financiación que requería el proyecto.

Quise destacar los dos cierres que se han logrado hasta el momento

porque Colombia es nuevo en ese tipo de procesos de megaproyectos como los que se adelantarán en los próximos años en el país, por tal motivo en la primera ola todos los actores hemos tenido un aprendizaje que sin duda facilitará los cierres que vengan hacia adelante.

Así pues, en este momento contamos con el cierre financiero de dos proyectos y seis muy avanzados, lo que nos permite afirmar que la primera ola va a cerrar con una variada participación de actores. Esto constituye un parte de tranquilidad y confianza para el mercado local e internacional para las siguientes olas de 4G y las iniciativas privadas, pues para la primera ola contaríamos con diversas fuentes como los bancos locales que terminarán aportando un 47%, el mercado de capitales local un 6%, el mercado de capitales internacional un 9%, los bancos internacionales un 21%, las multilaterales un 4% y la FDN un 9%, y con la participación de 17 instituciones financieras.

Pero somos conscientes de que la nueva etapa de financiación de la infraestructura requerirá de un mayor liderazgo por parte de la FDN

y para esto los recursos provenientes de la venta de Isagen se vuelven fundamentales. Es así como, con el propósito de llevar estos recursos hacia la infraestructura, el Gobierno Nacional creó el Fondo Nacional para el Desarrollo de la Infraestructura - Fondes. Mediante este serán canalizados los recursos hacia proyectos de infraestructura, de manera paulatina y de acuerdo con las necesidades que tenga el país en esta materia para lograr un real mejoramiento de la infraestructura nacional.

En este sentido el gobierno expidió el Decreto 857 del 23 de mayo de 2016, mediante el cual se reglamenta el funcionamiento de dicho fondo, el cual será administrado y representado por la Financiera de Desarrollo Nacional. De acuerdo con dicho decreto y con la autorización que dio el Confis, el Fondes podrá adquirir títulos emitidos por la FDN, tales como los bonos subordinados por \$2.5 billones que emitirá la entidad luego de que fuera autorizada por su Junta Directiva.

Con esta emisión de los bonos subordinados, ahora la FDN podrá contar con \$2.5 billones adicionales



“El fortalecimiento del patrimonio técnico de la FDN, que pasará de \$679.916 millones aproximadamente a \$3.19 billones, genera confianza al mercado, pues mientras que para la primera ola sólo pudimos aportar el 12% en promedio por proyecto, para las siguientes olas podremos multiplicar sustancialmente esos aportes y lograr participaciones similares a las de los bancos líderes en caso de ser necesario.”



les que ingresarán a su patrimonio técnico. Esto fortalece su posición financiera preservando su sólido gobierno corporativo y se ataca de forma inmediata lo más urgente que es empezar a participar con una mayor capacidad en los cierres contractuales de la ANI, que se refieren principalmente a las necesidades de deuda de la segunda ola. Esto da un compás de espera para determinar cómo se utilizará el remanente de los recursos que ingresan al Fondes y en particular a las necesidades de reforzar los recursos de capital que pueda requerir hacia adelante el sector.

El fortalecimiento del patrimonio técnico de la FDN, que pasará de \$679.916 millones aproximadamente a \$3.19 billones, genera confianza al mercado, pues mientras que para la primera ola solo pudimos aportar el 12% en promedio por proyecto, para las siguientes olas podremos multiplicar sustancialmente esos aportes y lograr participaciones similares a

las de los bancos líderes en caso de ser necesario. Esta nueva capacidad inyecta mayor dinamismo a la estrategia de financiación del programa de infraestructura y aumenta la competencia entre las fuentes, lo cual sin duda redundará en mejores condiciones de financiación.

El próximo ingreso de estos recursos a la FDN se convierte en un elemento fundamental, pues reduce sustancialmente la restricción presupuestal que tenía la entidad y potencia su rol. El nuevo aire que tiene la FDN debe dar tranquilidad a todo el mercado y al país, porque no solo el modelo está probado, sino que la entidad contará con mayores recursos que podrá multiplicar por su naturaleza y que jugarán un importante rol para hacer realidad ese gran reto que tenemos para los próximos años.

La FDN ahora se convierte en uno de los más importantes jugadores del Programa 4G, pues el país podrá utilizar el músculo financiero con

el que cuenta la entidad para lograr una financiación de largo plazo con tasas más competitivas para los proyectos, y de este modo poder hacer realidad el gran reto que tenemos como nación.

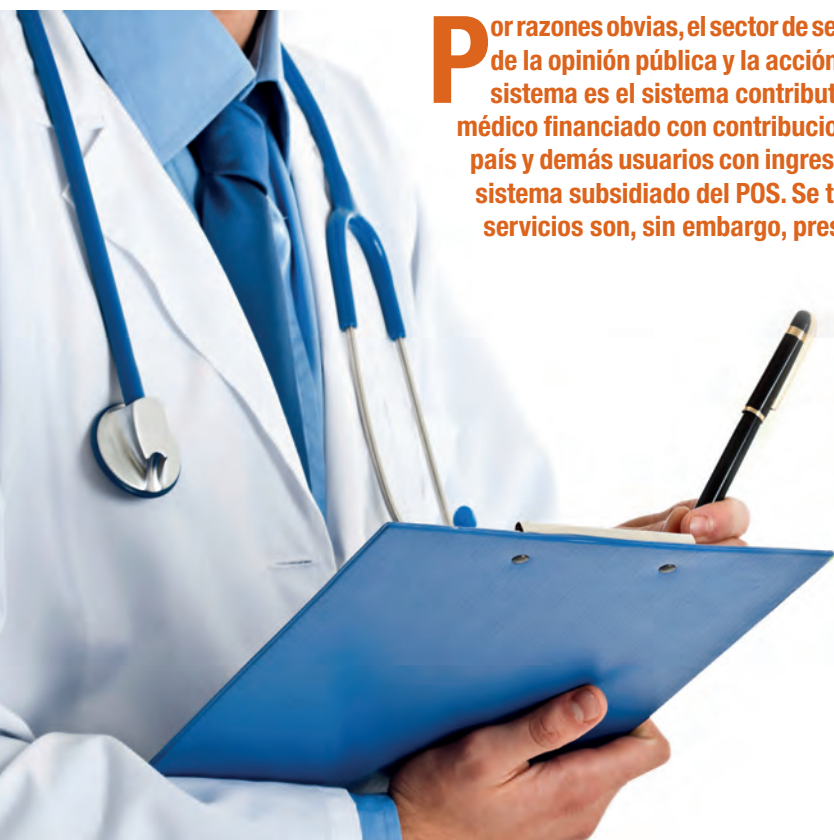
Los colombianos pueden estar tranquilos de que a través de la FDN los recursos serán responsablemente canalizados hacia la infraestructura, pues precisamente, pensando en blindar a la entidad para garantizar su adecuado funcionamiento, el Gobierno Nacional decidió contar con la participación de socios con experiencia y reconocimiento internacional para que fortalecieran el gobierno corporativo. Es por eso que hoy en día la FDN cuenta con la participación de la Corporación Financiera Internacional (IFC), el CAF y el Sumitomo Mitsui Banking Corporation como socios minoritarios que hacen un importante aporte en la toma de decisiones basadas en criterios técnicos y que beneficien el desarrollo y la sostenibilidad de la entidad.

Quiero por último enfatizar en que la importancia de la participación de la FDN va más allá de aportar ese mayor porcentaje, ya que gracias a los diferentes productos innovadores como *underwriting* en firme para emisiones de bonos, liderar sindicaciones, compras de cartera, cartas de crédito, entre otros, se permitirá aumentar la participación de la banca local, viabilizar el mercado de capitales y mantener el acceso a fuentes internacionales.

Es así pues que este nuevo aire fortalece a la FDN, robustece la estrategia de financiación de la infraestructura y representa un importante adelanto para el país y para el bienestar de los colombianos. 

Contratos verticales y desempeño del sector colombiano de la salud *

Por: Juan Esteban Carranza, Álvaro Riascos y Natalia Serna **



Por razones obvias, el sector de servicios de salud atrae una porción sustancial de la atención de la opinión pública y la acción política del Estado colombiano. La columna vertebral del sistema es el sistema contributivo del Plan Obligatorio de Salud (POS), que es un seguro médico financiado con contribuciones parafiscales obligatorias de todos los empleados del país y demás usuarios con ingresos suficientemente altos que los hacen inadmisibles en el sistema subsidiado del POS. Se trata de un seguro médico con financiación pública cuyos servicios son, sin embargo, prestados en su mayoría por el sector privado.

Los actores principales del sistema son las llamadas EPS y las IPS. Las EPS son las empresas aseguradoras privadas que reciben un ingreso que depende del número y características demográficas de sus usuarios. Las IPS son las empresas prestadoras de servicios, como las clínicas y hospitales, que contratan con las EPS para atender directamente a los usuarios. Los usuarios escogen libremente entre las EPS disponibles en el mercado y la eficiencia del sistema la debe garantizar la competencia entre EPS por usuarios.

Un elemento fundamental del sistema es entonces la contratación entre las EPS y las IPS. Se trata de contratos “verticales” en los que la EPS, que es responsable de la salud de sus usuarios, compra un “insumo” de la IPS. Estos contratos tienen la complicación adicional de que son las IPS las que atienden directamente a los usuarios y están

*A propósito del artículo “Poder de mercado, contratos y resultados de salud en el sistema de salud colombiano entre 2009 y 2011” (*Borradores de Economía* No. 918, Banco de la República).

**Los autores pertenecen en su orden al Centro de Estudios sobre Economía Industrial e Internacional-Banco de la República-Cali (E-mail: jcarraro@banrep.gov.co), Quantil-Universidad de los Andes-Centro de Estudios sobre Economía Industrial e Internacional (E-mail: alvaro.riascos@quantil.com.co), Quantil (E-mail: natalia.serna@quantil.com.co).

mejor informadas sobre sus necesidades específicas de salud. Se configura, por lo tanto, una relación con información asimétrica mediada por contratos que se negocian bilateralmente.

Trasfondo económico: información asimétrica, contratos y el sistema de salud colombiano

En la nomenclatura de la literatura económica de contratos se dice que la relación IPS-EPS es una relación agente-principal, en la que la EPS (el “principal”) quiere inducir a la IPS (el “agente”) a ejecutar una acción que en este caso es la atención eficiente del paciente. Los incentivos de la IPS para actuar de acuerdo con los intereses de la EPS o el paciente dependen del contrato entre la EPS y la IPS. Este contrato determina los pagos que recibe la IPS por los servicios que preste y se basa únicamente en información verificable.

Las dificultades en la transmisión de información de la IPS a la EPS se prestan para que la IPS actúe de forma oportunista. Por ejemplo, si el contrato especifica un pago por cualquier servicio que la IPS le preste al paciente, la IPS va a tener incentivos para prestar más servicios que los necesarios para tratar al paciente. Este problema, que se conoce como “riesgo moral”, requiere entonces del diseño cuidadoso de los contratos. Además, la economía de los contratos implica que las características del contrato tienen efectos sobre el comportamiento de las IPS y, potencialmente, en los resultados de salud de los pacientes que se observen en los datos.

En el caso colombiano, la regulación prescribe una tipología fija de contra-

tos entre EPS e IPS. Durante el periodo de análisis del artículo (2009 a 2011), los dos tipos de contrato prevalentes son los contratos llamados de “capitación” y de “pago por servicios”. Bajo un contrato de “capitación”, la IPS recibe un pago fijo por cada uno de los usuarios que atiende en cierto tipo de servicios. Así por ejemplo, una EPS puede “capitarle” a un hospital todos sus servicios de urgencias en una región geográfica. Por otro lado, bajo un contrato de “pago por servicios” la IPS sencillamente le cobra a la EPS por cada paciente que atienda y dependiendo de los servicios que le preste. Las tarifas que se cobren bajo cada tipo de contrato dependen de la negociación bilateral entre EPS e IPS.

Nótese que estos dos tipos de contrato tienen una distribución opuesta de los incentivos y del riesgo entre EPS e IPS. Bajo un contrato de “capitación”, la IPS tiene incentivos para atender eficientemente a los pacientes, pero asume todo el riesgo –pues recibe un pago fijo por paciente independiente de los servicios que requiera el paciente. Bajo un contrato de “pago por servicios”, la IPS no asume ningún riesgo, pero tiene incentivos para prestar tantos servicios como pueda, lo cual no es necesariamente eficiente desde el punto de vista de la EPS o del mismo paciente.

Lo que es claro desde el punto de vista puramente económico es que ambos tipos de contrato generan incentivos distintos a las IPS. Dado que las EPS deben reportar al regulador el tipo de contrato y los servicios que les prestan a los afiliados, es posible verificar esta hipótesis examinando con cuidado los datos.

El análisis empírico: tipo de contrato y resultados de salud

Para verificar la hipótesis de que el tipo de contrato entre EPS e IPS tiene efectos sobre los resultados de salud de los pacientes, se usó la base de datos del Ministerio de Salud que registra los servicios que prestan las IPS y los pagos que hacen las EPS por cada uno de los eventos de salud de todos los pacientes del sistema contributivo de salud colombiano. El análisis consiste sencillamente en comparar los resultados de salud de pacientes estadísticamente idénticos que acuden a una IPS a recibir un servicio bajo un contrato de “capitación” y bajo un contrato de “pago por servicios” y que son diagnosticados con una enfermedad crónica.

Es decir: comparamos pacientes con el mismo sexo, edad similar, ingreso similar y que viven en la misma región del país y que son diagnosticados más o menos al mismo tiempo con una enfermedad que, a partir de ese momento, requerirá de una atención repetida.¹ Lo único que los diferencia es el tipo de contrato que hay entre la IPS y su EPS que se supone que es algo que los usuarios no observan. Dado que no se observa exactamente el estado de salud de estos pacientes a lo largo del tiempo, se aproxima este con información que se observa, como por ejemplo el número de veces que acude a urgencias, el número de infartos, el número de días de hospitalización o el número de días que el paciente debe pasar en una unidad de cuidados intensivos durante los meses subsiguientes al diagnóstico.

¹Ver www.alvaroriasco.com/research/healthconomics para más información sobre los grupos de enfermedades de larga duración usados para este estudio.

El análisis empírico se basa en técnicas econométricas estándar de regresión lineal. Para soslayar objeciones a estas técnicas debido a la posible poca comparabilidad de los pacientes que tienen uno u otro contrato, se usan también técnicas no paramétricas de “emparejamiento” que permiten la comparación directa de grupos similares de pacientes que tienen uno u otro tipo de contrato.

Los resultados son reveladores: la capitación, definida como estar en un contrato de capitación para el servicio asociado al primer diagnóstico de una

enfermedad de larga duración, está negativa y significativamente correlacionada con el número de visitas a urgencias y días de hospitalización medidos ocho meses después del diagnóstico, como lo muestra la tabla (1). La categoría base es el pago por servicio, lo que significa que, relativo a ese contrato, la capitación reduce el número de visitas a urgencias y los días de estancia. Estos resultados son robustos a distintas especificaciones. En la primera columna no se incluyen controles; en la segunda se incluyen características demográficas del paciente como el sexo, la edad, la

zona UPC y el logaritmo del ingreso base de cotización; en la tercera columna se añaden efectos fijos de enfermedad de larga duración; en la cuarta efectos fijos de EPS, y en la quinta características de la IPS donde el paciente recibe la mayoría de servicios durante esos ocho meses e incluyen cantidad de usuarios, cantidad de usuarios capitados, y cantidad de servicios hospitalarios y domiciliarios provistos.

En la tabla (2) se muestra la correlación entre la probabilidad de ingresar a la unidad de cuidados intensivos

Tabla 1. Efecto de la capitación sobre las visitas a urgencias y los días de estancia

Capitación según primer diagnóstico					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Visitas a urgencias	-0.215*** (0.004)	-0.204*** (0.005)	-0.174*** (0.004)	-0.275*** (0.005)	-0.231*** (0.005)
Días de estancia	-1.013*** (0.033)	-1.047*** (0.034)	-0.849*** (0.033)	1.522*** (0.044)	1.166*** (0.044)
N	237.313	235.913	235.913	235.913	235.913
Controles					
Demográficos		Sí	Sí	Sí	Sí
Enfermedad de larga duración			Sí	Sí	Sí
EPS				Sí	Sí
IPS					Sí

Nota: regresión lineal de las visitas a urgencias y los días de estancia ocho meses después del primer diagnóstico de enfermedad de larga duración como función de la capitación. Un paciente capitado se define como aquel cuya aseguradora y prestador tienen un contrato de capitación en el servicio donde se le diagnostica la enfermedad. Cada columna incluye un conjunto distinto de controles. Errores estándar entre paréntesis. Cálculos de los autores con base en el panel de Suficiencia del Ministerio de Salud. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

Tabla 2. Efecto de la capitación sobre la probabilidad de ingresar a la UCI

Capitación según primer diagnóstico					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Admisión a UCI	-0.978*** (0.057)	-1.147*** (0.058)	-0.890*** (0.059)	-1.542*** (0.069)	-1.270*** (0.071)
N	237.313	235.913	235.913	235.913	235.913
Controles					
Demográficos		Sí	Sí	Sí	Sí
Enfermedad de larga duración			Sí	Sí	Sí
EPS				Sí	Sí
IPS					Sí

Nota: regresión logística del evento de ser admitido a la UCI en algún momento durante los ocho meses siguientes al diagnóstico de enfermedad de larga duración como función de la capitación. Cada columna incluye un conjunto distinto de controles. Errores estándar entre paréntesis. Cálculos de los autores con base en el panel de Suficiencia del Ministerio de Salud. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

Tabla 3. Efecto de la capitación sobre el número de infartos en pacientes con enfermedad cardiovascular

Capitación según primer diagnóstico de enfermedad cardiovascular					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
IAM (definición amplia)	-0.260*** (0.033)	-0.286*** (0.035)	-0.252*** (0.035)	-0.411*** (0.042)	-0.395*** (0.043)
IAM (angioplastias)	-0.005*** (0.001)	-0.005*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.005*** (0.001)
N	117.886	117.083	117.083	117.083	117.083
Controles					
Demográficos		Sí	Sí	Sí	Sí
Enfermedad de larga duración			Sí	Sí	Sí
EPS				Sí	Sí
IPS					Sí

Nota: regresión lineal del número de infartos como función de la capitación. Un infarto se define como el evento de recibir un diagnóstico CIE10 entre I210, I211, I212, I213, I219 (definición amplia) o como el evento de recibir una angioplastia ocho meses después del primer diagnóstico de enfermedad de larga duración. Errores estándar entre paréntesis. Cálculos de los autores con base en el panel de Suficiencia del Ministerio de Salud. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

(UCI) ocho meses después del primer diagnóstico de enfermedad de larga duración y la capitación. De nuevo la correlación negativa entre la capitación y este resultado en salud es robusta a distintas especificaciones y significativa al 99% de confianza, es decir, la capitación reduce la probabilidad de ser admitido a la UCI luego de recibir un diagnóstico de enfermedad de larga duración relativo al pago por servicio.

La tabla (3) muestra el efecto de la capitación definida según el primer diagnóstico de enfermedad de larga duración sobre el número de infartos agudos del miocardio (IAM), condicional en que el primer diagnóstico esté asociado a una enfermedad cardiovascular. El número de infartos se mide de dos formas: una definición amplia que abarca un grupo de diagnósticos relacionados; y una definición más limitada que define un infarto como el evento de recibir una angioplastia. Los resultados se mantienen incluso para este resultado en salud donde la muestra de pacientes es más restringida. La capitación se asocia a un menor número de infartos bajo

cualquiera de las dos definiciones, y esa correlación se mantiene luego de incluir diferentes controles.

Las regresiones lineales y logísticas presentadas podrían tener un problema de soporte en el sentido de que la distribución de características de los individuos capitados puede ser

muy distinta a la de los individuos en pago por servicio, y por ello incomparables, sin que la regresión pueda controlar por esto. Para corregir ese problema que podría generar sesgo e inconsistencia en el estimador de la capitación, se hace un ejercicio de “emparejamiento”, que compara pacientes “capitados” con pacientes

Tabla 4. Efecto de la capitación sobre los capitados usando técnicas de emparejamiento

Capitación según primer diagnóstico	
Visitas a urgencias	-0.4842*** (0.003818)
Días de estancia	-2.6071*** (0.0319)
Admisión a UCI	-0.02903*** (0.00047)
N emparejados	15.5136
IAM (definición amplia)	-0.8151*** (0.0338)
IAM (angioplastias)	-0.009692*** (0.000451)
N emparejados	77.696

Nota: efecto del tratamiento sobre los tratados, donde el tratamiento es estar capitado. La capitación se define según el contrato que aseguradora y prestador tienen para el servicio en el que el paciente es diagnosticado con una enfermedad de larga duración. El emparejamiento se hace directamente sobre el sexo, la edad, el logaritmo del ingreso base de cotización, la zona UPC, y la EPS. Esto garantiza la propiedad de balanceo sobre esas variables. Errores estándar entre paréntesis. Cálculos de los autores con base en el panel de Suficiencia del Ministerio de Salud. ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1.

en “pago por servicio”, verificando que sean similares en términos del sexo, la edad, el logaritmo del ingreso base de cotización, la zona UPC y que estén afiliados a la misma EPS.

Los resultados del emparejamiento que se muestran en la tabla (4) confirman los resultados de las regresiones lineales. Si los pacientes son similares en sus características demográficas y además están afiliados a la misma EPS, quienes se encuentran capitados visitan menos veces la sala de urgencias, tienen menos días de hospitalización, una menor probabilidad de ser admitidos a la UCI, y un menor número de infartos comparado con los individuos en pago por servicio. Dado que lo único que difiere entre los emparejados es el tipo de contrato en el que se encuentran, no se puede rechazar la hipótesis de que el tipo de contrato causa estas diferencias.

En otras palabras: se encuentra que hay diferencias estadísticas robustas entre la atención que reciben los pacientes que están bajo uno u otro tipo de contrato, tal como lo predice la teoría. Adicionalmente, se encuentra que los pacientes tratados bajo contratos de “capitación” tienen en general mejores resultados en términos de la recurrencia de visitas a urgencias o de accidentes cardiovasculares o días de hospitalización. Esto indicaría que la alineación de incentivos entre EPS e IPS redundaría en beneficio de los pacientes y que los contratos de “pago por servicios” les generan incentivos perversos a las IPS (por ejemplo: un análisis más fino revela que cuando un paciente es atendido y diagnosticado bajo un contrato de “pago por servicios” es menos probable que sea remitido a un especialista que cuando es tratado bajo un contrato de “capitación”).

“Hay diferencias significativas entre los resultados de salud de los pacientes con enfermedades crónicas que son atendidos bajo contratos de capitación comparados con los resultados de salud de pacientes idénticos atendidos bajo contratos de pago por servicios.”

Conclusiones y lecciones de política

Los datos indican que hay diferencias significativas entre los resultados de salud de los pacientes con enfermedades crónicas que son atendidos bajo contratos de “capitación” comparados con los resultados de salud de pacientes idénticos atendidos bajo contratos de “pago por servicios”. Estas diferencias son consistentes con las predicciones de la teoría estándar de contratos, pero además indican que, al menos para las enfermedades estudiadas hasta ahora, los contratos de “capitación” generan

resultados mejores en términos de medidas razonables de desempeño.

Esta conclusión no debe interpretarse como una recomendación absoluta de los contratos de “capitación” sobre los de “pago por servicios”, puesto que los contratos de “capitación” pueden generar un riesgo inadmisiblemente para muchas IPS, sobre todo aquellas que son pequeñas. Una prohibición absoluta de los contratos de “pago por servicios” podría ocasionar que muchas IPS que son muy especializadas o que están en sitios apartados dejen de prestar servicios socialmente deseables pero sujetos a un riesgo oneroso.

De acuerdo con la teoría subyacente, la razón de fondo por la cual los contratos de “capitación” generan resultados mejores que los contratos de “pagos por servicios” es que bajo “capitación” los incentivos de la IPS están efectivamente alineados con los de la EPS. La “capitación” no es la única forma de alinear incentivos entre EPS e IPS, pero entonces una lección fundamental del análisis es que esta alineación de incentivos debe ser un fundamento de la regulación inteligente del sector. 



Confía en 4-72,
el servicio de envíos
de Colombia

Línea de atención al cliente:
(57 - 1) 472 2000 en Bogotá
01 8000 111 210 a nivel Nacional

.....

www.4-72.com.co

Déficits gemelos (externo y fiscal): Colombia vs. Estados Unidos *

Tras siete años del estallido de la crisis financiera en 2008-2009, la economía global no logra alcanzar la llamada “velocidad de escape” en su crecimiento económico, como bien lo evidencia la revisión bajista anunciada por el FMI en su *World Economic Outlook* (WEO) en las reuniones primaverales de este 2016. Por ejemplo, las economías desarrolladas tan solo crecerían un 1.9%, repitiendo el mediocre 1.9% de 2015. La Zona Euro marcaría una ligera aceleración (1.7% en 2016 vs. 1.5% en 2015), pero son evidentes sus riesgos de “fatiga económica” a nivel de desempleo (aun superando el 10%) y de la contaminación de la cartera bancaria vencida (tan alta como un 16% en Italia), ver *Comentario Económico del Día* 12 de marzo de 2016.

Otro elemento de alta incertidumbre ha tenido que ver con “la guerra de monedas”, donde el fortalecimiento del dólar (un acumulado del 20% frente a las monedas duras durante 2015) ha mermado su potencial exportador y frenado su crecimiento en cerca de un 0.5%. Así, la hipótesis del “estancamiento secular” en Estados Unidos, de una parte, y los riesgos de deflación en la Zona Euro nos hablan de graves

desbalances globales que se manifiestan en pobres desempeños de la productividad multifactorial aun en el mundo desarrollado.

A su vez, las Economías Emergentes (EM) continúan perdiendo potencial de crecimiento, ahora estancadas a ritmos del 4% anual frente al 6% del período pre-Lehman. Allí han resultado particularmente golpeados los países exportadores de materias

* Corresponde al *Informe Semanal*
No. 1312 del 25 de abril de 2016.



primas, debiendo acoplarse a un nuevo paradigma de menor crecimiento potencial ante el fin del súper ciclo de *commodities*. En particular, los BRICs tan solo se expandirían a tasas del 4.8% en 2016 (vs. el 8% precrisis), mientras que América Latina se contraería al -1% (vs. -0.4% en 2015).

Este difícil panorama internacional hace pertinente pasar revista a la posición externa y fiscal de Colombia. Como veremos, el precio del petróleo seguramente promediará US\$40/barril en el Brent durante 2016, lo cual implica una caída del 24%, golpeando nuevamente nuestra canasta exportadora (particularmente petróleo y carbón). Lo paradójico es que este golpe exportador a América Latina representa un factor de propulsión para la Zona Euro y deja a Estados Unidos relativamente inalterado, con ganancias a nivel del consumo de los hogares (liberando ingreso para gastos diferentes a combustibles), pero con reducciones en su componente de inversión y riesgos de deterioro en la calidad de las carteras bancarias de Estados Unidos por los problemas de las firmas minero-energéticas.

En la región, Brasil y Colombia enfrentan la mayor tensión sobre sus cuentas externas y fiscales (ver *Comentario Económico del Día* 10 de marzo de 2016). En nuestro caso, la elevada exposición a los *commodities* (un 66% de la canasta exportadora) nos ha generado también una alta dependencia fiscal del sector minero-energético (representando cerca del 20% del total de los ingresos públicos durante 2013-2014), lo cual implica “aprender” a equilibrar dichos déficits gemelos con faltantes cercanos al 2% del PIB.

En esta nota analizaremos las sendas de los déficits gemelos (fiscal

y externo) y las contrastaremos con lo ocurrido en Estados Unidos. El contraste entre el deterioro macroeconómico de Colombia y el fortalecimiento de Estados Unidos es evidente: mientras que en el período de crisis 2009-2011 Estados Unidos mostraba déficits fiscales del 11% del PIB (promedio anual) y un déficit externo del 2.5% del PIB, para el período 2015-2017 se perfila hacia déficits fiscales de solo un 4% del PIB y externos de solo un 3% del PIB. En cambio, Colombia estaría virando de déficits fiscales consolidados del 1% del PIB y de déficits externos del 3%-4% del PIB en 2012-2014 hacia déficits fiscales del 3% del PIB y déficits externos del 6% del PIB (los cuales lucen insostenibles) para el período 2015-2017.

Los déficits gemelos

La teoría económica ilustra vasos comunicantes entre los déficits externos y el comportamiento fiscal. A pesar de no existir un único sentido de causalidad entre dichos déficits, se observa un componente

“En nuestro caso, la elevada exposición a los *commodities* (un 66% de la canasta exportadora) nos ha generado también una alta dependencia fiscal del sector minero-energético (representando cerca del 20% del total de los ingresos públicos durante 2013-2014), lo cual implica “aprender” a equilibrar dichos déficits gemelos con faltantes cercanos al 2% del PIB.”

“gemelo” (covariante) importante (Blecker, 1992).

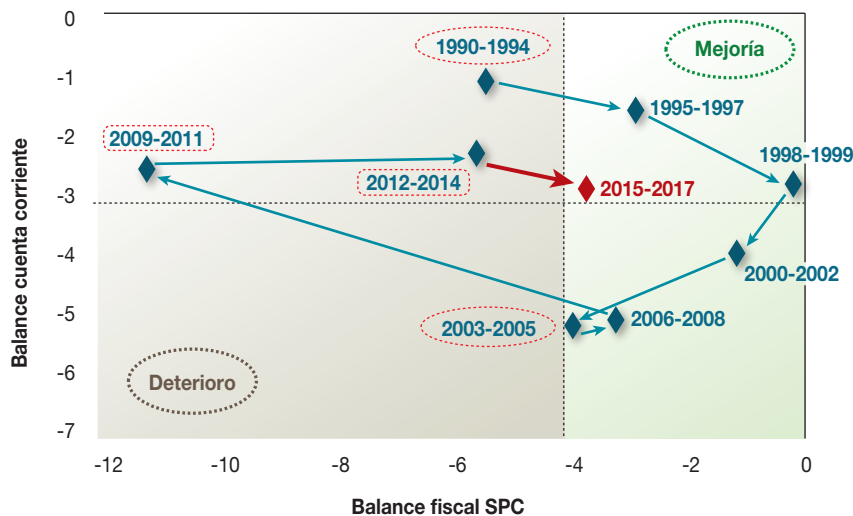
Por ejemplo, una expansión fiscal financiada principalmente con deuda externa tiende a incrementar la cuenta de capitales y, por esta vía, se termina induciendo una apreciación cambiaria. Al alterarse la relación de precios transables/no transables, con adversidad para estos últimos, se genera también una apreciación cambiaria que afecta la producción del sector privado.

De la misma forma, un acelerado influjo de capitales o un aumento temporal de las cantidades exportadas de bienes básicos genera una apreciación cambiaria. Ello deprime el comportamiento de los sectores transables, afectando su competitividad externa. En paralelo, esos influjos de capital mejoran momentáneamente los ingresos fiscales e impulsan el gasto público, desbordando su potencial de largo plazo. Una vez pasa ese auge externo temporal, el patrón de gasto público se hace insostenible y los sectores transables debilitados resultan incapaces de entrar a compensar la reversión de las exportaciones de *commodities* (tal como hoy vemos postrados los sectores del agro y la industria, incapaces de compensar las exportaciones del minero-energético). Así, bajo el nuevo ciclo contractivo de los *commodities*, se deterioran simultáneamente la cuenta externa y la posición fiscal, ver *Informe Semanal* No. 1285 de septiembre de 2015.

El caso de Estados Unidos

El gráfico 1 ilustra la trayectoria de los déficits gemelos en el caso de Estados Unidos. Movimientos en el sentido nororiental indican mejoras

Gráfico 1. Déficits gemelos en EE.UU.
(1990-2017, % del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en FMI.

en ambos frentes, mientras que desplazamientos en el sentido suroccidental representan un deterioro de esos dos balances.

Allí vemos cómo, durante el período precrisis (2002-2007), el déficit externo se deterioró hasta llegar al 6% del PIB entre los años 2005-2006. Asimismo, la mejoría fiscal de la era Clinton fue revertida por las políticas de “alivios tributarios al capital” de Bush hijo (los llamados *Bush Tax Cuts* en el Imporrenta personal de 2001-2003), registrando déficits fiscales del 3.5% del PIB en su Consolidado Público durante los años 2002-2007.

En lo peor de la crisis financiera (2008-2011), se observó un pronunciado deterioro fiscal hacia déficits del 10%-12% del PIB. Allí confluyeron: i) los exagerados alivios al capital y el comportamiento *subpar* del PIB-real; y ii) los paquetes de salvataje financiero (TARP) y los estímulos fiscales (ARRA), valorados en cerca del 12% del PIB (ver *Comentario Económico del Día* 12 de julio de 2011).

El período 2011-2013 se caracterizó por un duro pulso político entre la Administración Obama y el sector republicano del Congreso. En 2011, la lucha política tuvo que ver con elevar el techo de la deuda y luego, en 2013, con evitar que expiraran los alivios impositivos temporales y con disparos automáticos de recortes generalizados del gasto (el llamado *Fiscal Cliff*). Allí, el aspecto positivo es que el déficit fiscal consolidado de Estados Unidos ha venido disminuyendo marcadamente, esperándose que llegue al 3.8% del PIB durante 2016-2017 (consistente con un 2.9% del PIB del Gobierno Federal, pudiéndose aprovechar algo de ese espacio fiscal para mayores inversiones en infraestructura). Tal vez la preocupación fiscal de Estados Unidos proviene más de su abultado *stock* de deuda pública, llegando al 107% del PIB, producto de las políticas contracíclicas implementadas en la crisis financiera.

En el frente externo de Estados Unidos, su déficit logró reducirse del 5%

del PIB durante 2006-2008 al 3% durante 2009-2011. En buena medida, dicha corrección se logró gracias a: i) una devaluación del 24% real durante 2006-2011 frente a la canasta de monedas duras; y ii) el conocido auge del *shale gas-oil*, llevando a Estados Unidos a producciones de 9.4Mbd (vs. 5Mbd en 2008-2009).

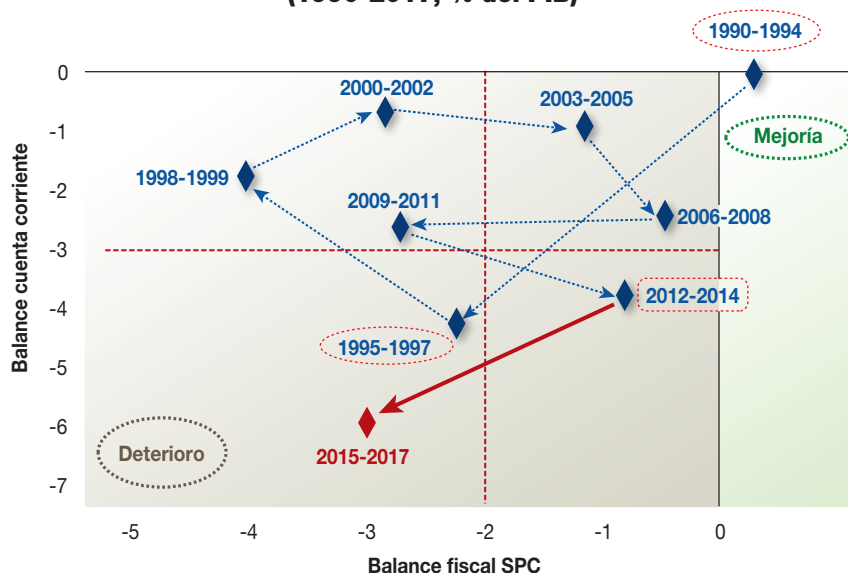
Sin embargo, el mayor crecimiento de Estados Unidos durante 2015-2017 estará revertiendo dicha devaluación real del dólar a cerca de la mitad (manteniendo una ganancia solo del 10% real) y ello está ya incidiendo sobre su cuenta externa. Así, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos podría perfilarse hacia un -2.9%-3.3% del PIB anual en 2016-2017. Allí también tendrán alguna injerencia las correcciones de -700.000bd en su producción petrolera en 2016, producto de la menor rentabilidad de los crudos pesados en el actual entorno de precios del petróleo en el rango US\$40-45/barril.

El caso de Colombia

El gráfico 2 ilustra la trayectoria de los déficits gemelos en Colombia, donde cabe destacar movimientos suroccidentales en la época de precrisis (1995-1997) y nororientales en la antesala de la recuperación económica (2000-2002). Durante los años 2003-2005 se consolidaron estos correctivos en ambos frentes fiscal-externo, mientras que en el período de crisis internacional (2009-2011) el balance del SPC se deterioró hasta llegar al 3% del PIB. Sin embargo, el frente externo no empeoró, manteniéndose relativamente estable en déficits del 2.6% del PIB.

Durante el período 2012-2013, el balance del SPC registró un cuasi

Gráfico 2. Déficit gemelos en Colombia (1990-2017, % del PIB)



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

equilibrio fiscal, alcanzando un déficit del 0.3% del PIB, gracias al auge minero-energético. En el frente externo, el déficit de la cuenta corriente alcanzó un 3.3% del PIB en dicho período. Sin embargo, desde ese entonces, Anif ha venido mencionando la fragilidad externa de Colombia, al ser casi el único país grande de la región incapaz de generar superávits en sus cuentas externas en períodos de favorables términos de intercambio (ver *Informe Semanal* No. 1237 de septiembre de 2014).

Durante 2015-2017, el “fin del súper ciclo de *commodities*” ha representado para Colombia un marcado deterioro en sus déficits externos. En el frente fiscal, el déficit del SPC se deterioraría hacia valores del -3% del PIB (vs. el cuasi equilibrio del -0.8% del PIB en 2012-2014). En el frente externo, se observan preocupantes déficits del 5.8%-6.5% en el mismo período, incluso superiores a los observados durante el período de precrisis hipotecaria (1995-1997).

Infortunadamente, la situación fiscal del gobierno seguramente empeorará por cuenta de la desaceleración económica, al impactarse sus ingresos tributarios. En efecto, la caída de los precios del petróleo (de hasta el 60% desde 2014) generará menor recaudo hasta por el -1.5% del PIB anual durante 2015-2018 (ver *Informe Semanal* No. 1276 de julio de 2015). Esto como resultado de los menores pagos de impuestos de renta del sector minero-energético y las menores transferencias de las empresas del Estado al Gobierno Central (especialmente de Ecopetrol, incluso no pagando dividendos en 2016, después de arrojar pérdidas por \$4 billones en 2015).

Así, la Administración Santos II tendrá que enfrentar los nubarrones fiscales a través de recortes de gasto y de incrementos en el recaudo tributario. En este último frente, resultará crucial la adopción de una Reforma Tributaria Estructural que logre arbitrar un 2% del PIB de recaudos adicionales. La

“ La Administración Santos II tendrá que enfrentar los nubarrones fiscales a través de recortes de gasto y de incrementos en el recaudo tributario. En este último frente, resultará crucial la adopción de una Reforma Tributaria Estructural que logre arbitrar un 2% del PIB de recaudos adicionales. La columna vertebral de dicha reforma deberá provenir de incrementos en el IVA (del 16% al 19%). ”

columna vertebral de dicha reforma deberá provenir de incrementos en el IVA (del 16% al 19%), evitando recargarse en la tributación de las firmas (actualmente en niveles cercanos al 53% para los grandes contribuyentes), ver *Informe Semanal* No. 1302 de febrero de 2016. A su vez, el frente externo requiere aplicar prontamente exitosas estrategias de reducción del “Costo Colombia” (costos energéticos, laborales y de transporte), para así poder aprovechar las oportunidades que nos brindan los TLCs.

Va quedando claro el elevado costo de haber postergado la actuación en dichos frentes estructurales durante el período de auge 2010-2014, debiéndose avanzar ahora (contra las cuerdas) en el complicado entorno de 2016-2017. De no hacerlo, la Administración Santos (obnubilada con los trámites de La Habana) arriesga rebajas en nuestra calificación crediticia al cierre de 2016, habiendo recibido ya la advertencia de una “perspectiva negativa” por parte de S&P.

Resultados bancarios y volatilidad financiera internacional (2015-2016) *



y energía eléctrica-gas); y iv) una política monetaria del Banco de la República (BR) menos laxa, donde la tasa repo ha aumentado en 250pb en el último año, llegando al 7% al cierre de abril de 2016. A esto se suma la advertencia de una “perspectiva negativa” por parte de S&P sobre nuestra deuda pública y sobre los principales bancos locales (ver *Informe Semanal* No. 1312 de abril de 2016). Todo ello ha llevado las tasas de los TES *benchmark* a umbrales del 8%-8.5% durante enero-abril de 2016 frente al 6.8%-7% de hace un año.

Durante 2015-2016, el desempeño del sector bancario doméstico ha estado afectado por la elevada volatilidad macrofinanciera global resultante de: i) el “fin del súper ciclo de commodities”, donde el precio del petróleo acumula una caída cercana al -60% desde mediados de 2014; ii) el aumento de la tasa repo del Fed a finales de 2015 y las perspectivas de incrementos de 50pb durante 2016; y iii) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar, promediando 25%-35% anual durante 2015, lo cual ha generado presiones inflacionarias (via *pass-through*) en dichas economías y alzas en sus tasas de interés.

Esa tensión financiera ha afectado el desempeño de los mercados locales, especialmente el de renta fija pública. En particular, el comportamiento de los TES ha estado influenciado por: i) los deterioros en los llamados déficits gemelos, llegando al -3% del PIB en el frente fiscal en 2015 (vs. -2.4% del PIB en 2014) y al -6.4% del PIB en la cuenta corriente (vs. -5.2% del PIB); ii) la marcada devaluación peso-dólar cercana al 30% promedio anual en lo corrido del año al corte de abril (vs. 37% en 2015); iii) los persistentes repuntes inflacionarios (7.9% anual a abril de 2016) y el desanclaje de sus expectativas, con evidentes presiones de costos (vía importados, salarios

Este complejo panorama global-local ha estado acompañado de la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) desde enero de 2015 (ver *Enfoque* No. 76 de octubre de 2013). Allí se destacan las reclasificaciones realizadas entre la cartera y el *leasing*, así como el reconocimiento de las inversiones en entidades controladas por el método de *participación patrimonial* (ver *Informe Semanal* No. 1282 de agosto de 2015). Dicha modificación en las

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1314 del 10 de mayo de 2016.

inversiones ha implicado que: i) el rubro de inversiones del Balance General incluya partidas que antes se contabilizaban de manera distinta (v. gr. valorización de instrumentos de cobertura); y ii) las ganancias realizadas provenientes de las inversiones en entidades controladas ahora se registran en el PyG mensual de la entidad controlante, mientras que con la metodología COLGAAP se contabilizaban en el siguiente ejercicio contable, una vez las asambleas aprobaban el dividendo respectivo.

Adicionalmente, el crecimiento de la cartera se ha venido desacelerando hacia el 7% real anual en enero de 2016 (vs. 10.2% un año atrás), continuando con su “aterrizaje crediticio suave”. Allí han incidido el incremento de 250pb en la tasa repo (reflejada también en un alza similar en la DTF) y la desaceleración del PIB-real local al 3.1% en 2015 (vs. 4.4% en 2014) y hacia un pronosticado 2.5% en 2016.

Todo lo anterior ha influenciado el crecimiento de las utilidades bancarias, reduciéndose del 21.9% real anual al 11% durante enero 2015-enero 2016. Esto implica utilidades (acumuladas en doce meses) de \$9.7 billones a enero de 2016 (vs. \$8.1 billones un año atrás). Cabe anotar que dichos resultados se vieron afectados por una inflación anual que aumentó del 3.82% al 7.45% en el mismo período.

La buena noticia es que la banca mantiene unos niveles bajos de morosidad, donde la relación cartera vencida/cartera bruta es tan solo del 3%. Además, la cobertura a través del índice de provisiones/cartera vencida mantiene un saludable 145%-150%. A su vez, el indicador de solvencia se ubica en valores altos del 15% (vs. el

mínimo regulatorio del 9%), incluso luego de la adopción de los estrictos requerimientos de capital de Basilea III en agosto de 2013 (Decreto 1771 de 2012).

En esta nota analizaremos el grado de apalancamiento y las fuentes que originaron dichas utilidades a enero de 2016. Como veremos, aunque las utilidades del sistema se han visto afectadas por los cambios vía NIIF sobre las inversiones y por la desaceleración crediticia, el sector mantiene una buena dinámica y se encuentra en una posición privilegiada para enfrentar los embates macroeconómicos globales-locales (antes explicados).

Balance y cartera de crédito

La adopción de las NIIF conllevó algunas reclasificaciones entre la cartera y el *leasing*. Ello generó un efecto estadístico en los crecimientos calculados para las cifras observadas durante 2014-2015. Por tal motivo, Anif ha realizado los ajustes estadísticos correspondientes para

“Este complejo panorama global-local ha estado acompañado de la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) desde enero de 2015. Allí se destacan las reclasificaciones realizadas entre la cartera y el leasing, así como el reconocimiento de las inversiones en entidades controladas por el método de participación patrimonial.”

hacer comparables las cifras históricas en materia crediticia.

El balance de los bancos creció un 5.5% real anual en enero de 2016 (vs. 11% un año atrás). A nivel del pasivo y del patrimonio, dicha expansión estuvo sustentada en mayores recursos vía depósitos, créditos con otras entidades financieras y utilidades no distribuidas, los cuales explicaron cerca del 75% de la ampliación del balance.

La cartera es el rubro más representativo dentro del activo (67% del total), seguido por las inversiones (20%). Durante 2015, el crédito continuó con su “aterrizaje suave” al expandirse un 7.2% real (vs. 10.9% de 2014), donde las acciones del BR y las políticas microprudenciales de la Superfinanciera (implementadas en 2012-2013) han incidido de manera importante en dicho proceso. El Modelo Crediticio Simultáneo de Anif pronosticaba entonces crecimientos del 7.9% real (pues esperábamos inflaciones del 4.4% anual en 2015 vs. 6.8% observada), cuya discrepancia se explicó por: i) la mayor ponderación asignada a los efectos del rasgamiento de la burbuja hipotecaria (no apalancada) sobre el sector de edificaciones y al agotamiento de los subsidios públicos a la tasa de interés (a nivel VIS-VIP vía FRECH II y en los hogares de clase media con el FRECH III); ii) la marcada devaluación peso-dólar (37% promedio anual en 2015 vs. 7% en 2014); y iii) los efectos de los préstamos sindicados del cierre financiero de la primera ola de infraestructura 4G y aquellos destinados a operaciones comerciales puntuales (v. gr. adquisiciones del grupo Éxito en Brasil-Argentina), ver *Informe Semanal* No. 1311 de abril de 2016. En enero de 2016, la cartera siguió desacelerándose hacia el 7%

real anual (vs. 10.2% un año atrás), por las razones antes comentadas.

Entre tanto, el crecimiento de las inversiones se aceleró del 3.6% real anual al 15% en 2014-2015. Ello estuvo influenciado por la aplicación del método de *participación patrimonial* sobre las inversiones establecido por las NIIF (como ya se explicó). No obstante, en enero de 2016, dicho rubro se contrajo un -0.9% real anual (vs. +18.7% un año atrás), donde los TES representaron un 41% del total y las participaciones en subsidiarias filiales un 36%.

Por tipo de crédito, el crecimiento de la cartera comercial pasó del 11.7% real anual al 7.8% durante enero 2015-enero 2016 (ver gráfico 1). En dicho resultado incidieron los “efectos cambiarios” de la cartera denominada en moneda extranjera (12% del total). Al limpiar estos efectos, suponiendo devaluaciones del 7% anual como las de 2014 (vs. 36% observado en enero de 2016),

este portafolio habría crecido un 5.8% anual.

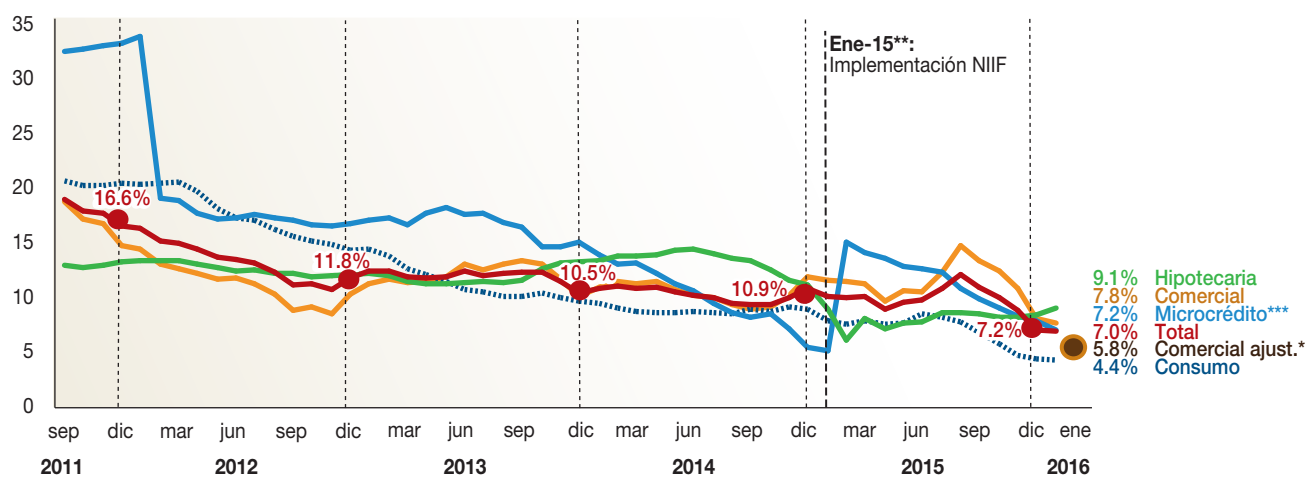
Además, al ser una cartera de elevada rotación, allí se ha transmitido rápidamente el aumento de 250pb en la repo-central durante el último año. También ha afectado el dinamismo (algo sustitutivo) de las colocaciones de bonos corporativos, alcanzando \$10 billones en 2014 y \$5.9 billones en 2015. Respecto a su saldo vencido, este se desaceleró hacia el 7.9% real anual en enero de 2016 (vs. 16.9% un año atrás), lo cual se ha visto reflejado en la estabilidad de su indicador de calidad tradicional (cartera vencida/cartera bruta), permaneciendo en el 2.3% durante el último año (vs. 3% de la cartera total).

La cartera de consumo también perdió dinamismo, expandiéndose al 4.4% real anual en enero de 2016 (vs. 7.9% un año atrás). Asimismo, el crecimiento de su saldo vencido se desaceleró del 8.5% real anual al

5.5% en el mismo período, permitiendo que su indicador de calidad permaneciera en el 4.6% (vs. 3% de la cartera total).

La cartera hipotecaria (incluyendo titularizaciones) exhibe una tendencia relativamente estable desde mediados de 2010. En enero de 2016, su crecimiento fue del 9.1% real anual (igual al de un año atrás). Ello ha estado influenciado por los efectos de los subsidios públicos para la adquisición de vivienda (que se vienen otorgando desde 2009): primero para los segmentos VIS-No VIS, luego solo para VIS y, posteriormente, para viviendas de clase media (en el marco del PIPE en 2013-2014). Durante 2016, se espera que los programas como el PIPE II y las extensiones de Mi Casa Ya, FRECH y Viviendas de Interés Prioritario para Ahorradores (VIPA) impulsen dicha cartera, ver RASEC No. 175 de noviembre de 2015. Con relación a su saldo vencido, este se ha desacelerado al 4.7% real anual en

Gráfico 1. Evolución de la cartera bruta + leasing
(Variación % real anual, enero de 2016)



*Se netea parte del efecto de tasa de cambio sobre la cartera comercial en dólares (12% del total), asumiendo devaluaciones del 7% (vs. el 36% observado en enero de 2016). **Desde enero de 2015, las cifras fueron reajustadas: i) el *leasing* habitacional se mantuvo en la cartera comercial (\$7.7 billones); ii) el *leasing* operativo no se incluyó en la cartera comercial (\$3.5 billones); y iii) la cartera de empleados no se incluyó en las carteras de consumo y vivienda (\$0.9 billones). *** En febrero de 2015 entró el Banco Mundo Mujer al sistema financiero con una cartera y *leasing* de microcrédito de \$1 billón. Fuentes: Superintendencia Financiera y Titularizadora Colombiana.

Cuadro 1. Descomposición de la rentabilidad de los bancos

	Febrero 2014 - Enero 2015	Febrero 2015- Enero 2016
Descomposición de la rentabilidad del patrimonio (ROE)		
ROE = (UTILIDAD/PATRIMONIO) = ROA*AP	13.9%	15.0%
ROA = (UTILIDAD/ACTIVO)	1.9%	2.0%
AP = (ACTIVOS/PATRIMONIO) (veces)	7.2	7.5
1/ Cambio en ROE (puntos porcentuales)		1.11
Contribución ROA		0.44
Contribución AP		0.66
Descomposición de la rentabilidad del activo (ROA)		
ROA = (UTILIDAD/ACTIVO) = MG*PA	1.9%	2.0%
MG = (UTILIDAD/IT)	8.4%	7.1%
PA = IT/A	23.0%	28.3%
1/ Cambio en ROA (puntos porcentuales)		0.06
Contribución MG		-0.32
Contribución PA		0.38
2/ Descomposición de la relación de costos totales a ingresos totales (GT/IT)*		
Gastos totales/Ingresos totales	35.3%	34.6%
Gastos de intereses/Ingresos totales	12.0%	17.5%
Gastos administrativos/Ingresos totales**	14.0%	8.8%
Gastos provisiones/Ingresos totales	4.9%	4.9%
Gastos impuestos/Ingresos totales***	4.4%	3.3%
Cambio en gastos totales/Ingresos totales (puntos porcentuales)		-0.76
Contribución gastos de intereses		5.52
Contribución gastos administrativos		-5.14
Contribución gastos provisiones		-0.06
Contribución gastos impuestos		-1.07
Descomposición de la productividad del activo (PA)		
PA = IT/A = (II + IF + OI) / A	23.0%	28.3%
II = Ingresos intereses/A	7.4%	7.4%
IF = Ingresos inversiones/A	15.5%	19.7%
OI = Ingresos no financieros netos/A	0.12%	1.2%
Cambio en PA (puntos porcentuales)		5.37
Contribución		0.02
Contribución IF		4.26
Contribución OI		1.08

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.

enero de 2016 (vs. 46.6% del año anterior). Ello permitió que su indicador de calidad se mantuviera en niveles bajos alrededor del 2% en el último año.

Finalmente, el microcrédito se ha venido dinamizando con ritmos de expansión del 7.2% real anual en enero de 2016 (vs. 5.2% un año atrás). Allí ha incidido la entrada al sistema financiero colombiano del Banco Mundo Mujer en febrero de 2015, cuyo saldo de cartera y *leasing* ascendió a \$1 billón (10% del total del microcrédito). Respecto a su cartera vencida, esta se desaceleró del +17.3% real anual al -5% en el período de análisis. Así, su indicador de calidad se redujo del 7.6% al 6.7% en el último año, ubicándose todavía muy por encima de los niveles de la cartera total.

Con relación al fondeo bancario, su crecimiento se ha moderado desde junio de 2014, acorde con el comportamiento de algunos activos. Dicho fondeo se expandió al 3.4% real anual en enero de 2016 (vs. 4.9% un año atrás). Por componentes, los CDTs se desaceleraron del +13.9% al +4.6% en el mismo período, mientras que las cuentas corrientes lo hicieron del +5.9% al -9.6%. En contraste, el crecimiento de las cuentas de ahorro aumentó del -0.7% al +7.2% en el último año.

Análisis de las utilidades

A enero de 2016, las utilidades bancarias crecieron un 11% real anual (vs. 21.9% del año anterior). Como ya se comentó, la adopción de las NIIF implica que las ganancias periódicas provenientes de las inversiones en entidades controladas se registren en el PyG mensual (del mismo ejercicio) de la entidad controlante. Anteriormente, con la metodología COLGAAP, dichas ganancias se contabilizaban en el siguiente período contable, una vez las asambleas aprobaban el dividendo respectivo. Así, desde enero de 2015, las utilidades bancarias se han visto influenciadas por el registro contable de las ganancias realizadas de las sociedades “controladas” (ver Superfinanciera, 2015).

La rentabilidad del patrimonio (ROE) fue del 15% en enero de 2016, superando el 13.9% del mismo mes de 2015 (ver cuadro 1). Igualmente, la rentabilidad del activo (ROA) aumentó del 1.9% al 2%. Este comportamiento estuvo acompañado de un incremento en el apalancamiento, pasando de 7.2 a 7.5 en el último año.

También se observa un aumento de la productividad del activo (ingresos totales/activos), pasando del 23% al 28.3% en el período analizado, al tiempo que el margen neto cayó del 8.4% al 7.1%. Ello obedeció principalmente a un incremento de los ingresos por inversiones/activos del 15.5% al 19.7% (+426pb), producto del cambio metodológico en el reconocimiento de las inversiones. Entre tanto, los ingresos no financieros/activos aumentaron del 0.1% al 1.2% (+108pb), mientras que los ingresos por intereses/activos permanecieron estables en el 7.4%.



“La cartera se desaceleró del 10.2% real anual al 7% durante enero 2015-enero 2016, continuando con su “aterrizaje crediticio suave”. Ello es consistente con la debilidad económica local, donde el PIB-real se expandió al 3.1% en 2015 (vs. 4.4% en 2014).”

Conclusiones

Hemos visto cómo la rentabilidad bancaria se ha visto afectada por la volatilidad financiera global generada por: i) la caída en el precio internacional del crudo; ii) la marcada devaluación de las monedas emergentes frente al dólar; y iii) las alzas esperadas en la tasa repo del Fed.

Localmente, también han incidido: i) los deterioros en los déficits gemelos; ii) las persistentes presiones inflacionarias; y iii) una política monetaria menos laxa. Adicionalmente, desde enero de 2015, la adopción de las NIIF conllevó reclasificaciones entre la cartera y el *leasing*, así como modificaciones en el registro contable de las inversiones en entidades controladas. Esto último afectó el rubro de inversiones del Balance General y de ingresos por inversiones del PyG de los bancos.

Entre tanto, la cartera se desaceleró del 10.2% real anual al 7% durante enero 2015-enero 2016, continuando con su “aterrizaje crediticio suave”. Ello es consistente con la debilidad económica local, donde el PIB-real se expandió al 3.1% en 2015 (vs. 4.4% en 2014).

Todo lo anterior ha impactado el desempeño de las utilidades bancarias,

cuyo crecimiento se redujo del 21.9% real anual al 11% durante enero 2015-enero 2016. Sin embargo, el ROE aumentó del 13.9% al 15% en el período referenciado, mientras que el ROA lo hizo del 1.9% al 2%. Ello obedece a una mayor productividad del activo, resultante de mayores ingresos por inversiones.

Durante 2016 se han recrudecido los desafíos macrofinancieros de Colombia, destacándose: i) la desaceleración del PIB-real hacia el 2.5% en 2016 (vs. 3.1% en 2015); ii) las persistentes presiones inflacionarias a tasas del 6% anual, donde los lastres en materia de *pass-through* cambiario y los problemas climáticos por el Fenómeno de El Niño han requerido aumentos en la tasa repo-central del BR hacia el 7% al cierre de abril; y iii) los continuos desafíos en materia de déficits gemelos, pudiendo llegar el déficit fiscal del Gobierno Central al 4.3% del PIB (vs. 3% del PIB en 2015) y el déficit externo al 5.8% del PIB (corrigiéndose en algo frente al 6.4% del PIB en 2015). Ello sería consistente con una moderación en la expansión crediticia anual hacia tasas cercanas al 5%-6% real al cierre de 2016 (ver *Informe Semanal* No. 1311 de abril de 2016). ANIF

Calidad de la inversión y retracción del potencial de crecimiento *

La degradación en la calificación de riesgo de Brasil tomó tan solo dos años: a finales de 2013, Brasil disfrutaba de estar dos escalones por encima del “grado de inversión”; para finales de 2015, su deuda soberana se clasificaba como “bonos de grado especulativo”.

Las ejecutorias macrofiscales de Lula (2003-2010) no habían sido acertadas (demasiado “populismo” presupuestal y nulos avances en competitividad). La continuidad de ese derrotero, con la llegada de la Administración Dilma (2010-2018), ha dejado al descubierto las debilidades estructurales de la economía de Brasil: i) atrasos en infraestructura; ii) obstáculos al comercio internacional; y iii) peligrosos e insostenibles déficits gemelos externos-fiscales. De allí el contundente castigo de la pérdida del grado de inversión para Brasil por parte de las tres principales calificadoras de riesgo. S&P y Fitch actuaron a finales de 2015, esta última, incluso rebajando nuevamente su calificación en mayo de 2016, dado el continuo deterioro político (con el potencial *Impeachment* de Dilma) y macrofiscal. Moody’s (más adormilada de lo usual) tan solo rebajó



su calificación a finales de febrero de 2016.

Anif ha venido mencionando, desde el mismo año 2013, que si Colombia no aprieta el paso en materia de reformas estructurales (incluyendo la tributaria, la pensional y la laboral), nuestro país entrará en un ciclo de degradaciones similar al de Brasil (ver *Informe Semanal* No. 1200 de diciembre de 2013). Dicho de otra manera, la cuenta regresiva empezó con la reversa en el ciclo de precios del petróleo (a finales de 2014) y seguramente para finales de 2016 o

principios de 2017 las calificadoras de riesgo se darán por aludidas ante la ausencia de reformas estructurales, como las ya relacionadas.

Por cuenta de ese “arte de la postergación” de reformas estructurales, Brasil pasó de la esperanza de un crecimiento tipo “Corcobado-cohete” (en 2005-2012) a un crecimiento “vuelo gallina” (2013-2014) y ahora

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1315 del 16 de mayo de 2016.

a contracciones del -4% anual (2015-2016), el peor registro histórico desde la Gran Depresión de 1929-1931.

Colombia muestra relativas ventajas frente a Brasil en al menos tres frentes: i) una mejor institucionalidad monetaria-cambiaria; ii) una relación Deuda Pública/PIB algo más baja (42% de Colombia en el Gobierno Central vs. 66% en Brasil); y iii) pérdidas de crecimiento potencial de “solo” un punto porcentual hasta la fecha (3.5% anual esperado para 2016-2017 vs. el 4.5% histórico, en tanto que Brasil cayó del 4% al 2% anual en ese período).

Para dilucidar las perspectivas del crecimiento potencial resulta clave analizar la relación Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)/PIB y su composición interior, pues ello permite visualizar el apalancamiento que estaría dando la mayor dotación de infraestructura, maquinaria-equipos, etc. Anif ha venido señalando que el resultado de crecimiento potencial tiende a ser mayor si el énfasis de inversión se focaliza en infraestructura y renovación de maquinaria en vez de (lo que ya ha venido ocurriendo) en el simple componente de inversión en vivienda (contrapartida de la Enfermedad Holandesa del período 2003-2013). Por ello hemos venido argumentando sobre la necesidad de “netear” dichas edificaciones de los cálculos de la FBKF, pues de lo contrario podría estarse “inflando” artificialmente esa inversión. Nótese que no deja de ser “una convención” catalogar dentro de las cuentas nacionales la inversión en vivienda dentro de la FBKF, cuando bien hubiera podido catalogarse como un “cuasi consumo” durable, similar al consumo de semidurables de automóviles (ver Informe Semanal No. 1200 de diciembre de 2013).

Al margen de dichas ventajas relativas de Colombia, los problemas de estructura productiva excesivamente recargada en *commodities* y la falta de competitividad internacional son igualmente apremiantes tanto en Colombia como en Brasil. Más aún, Brasil no tiene el *handicap* de la guerrilla y del paramilitarismo-Bacrim que Colombia busca superar con la eventual consolidación de la paz.

Veamos con mayor detalle los desafíos que enfrenta Colombia vs. Brasil en las áreas: i) monetaria-cambiaria; ii) de déficit externo; iii) de posición fiscal; y iv) de crecimiento potencial y calidad de la inversión (con la mencionada disgresión de neteos de los “cuasi consumos” de edificaciones).

Frente monetario-cambiario

La flotación cambiaria de Brasil y de Colombia ha resultado provechosa para corregir los desalineamientos cambiarios durante 2014-2015. Sin embargo, ello ha dejado como daño colateral un rebrote inflacionario (a niveles de casi el 11% en Brasil y del 7% en Colombia al cierre de 2015), ver cuadro adjunto. En el caso de Brasil, ello seguramente implicará abortar las presiones políticas para rebajas en su tasa de interés (dadas las contracciones del -4% durante 2015-2016, según lo comentado), manteniéndola en niveles elevados del 14.25% en los próximos meses

Cuadro 1. Comparación macrofinanciera: Colombia vs. Brasil (Datos al cierre de 2015)

	Brasil	Colombia
I. Aspectos monetarios/cambiaros (%)		
Inflación		
Total	10.7	6.8
Sin alimentos	9.5	5.2
Devaluación moneda-dólar (promedio)		
Nominal	42.0	37.1
Real (20 socios)	32.3	31.6
Tasa-repo		
Nominal	14.25	5.75
Real (subyacente)	4.80	0.55
II. Crecimiento		
PIB-real (%)	-3.8	3.1
Potencial (%)	2.0	3.5
PIB per cápita (US\$)	8.802	6.277
III. Déficit externo (% del PIB)		
Cuenta comercial	1.0	-4.8
Cuenta externa	-3.3	-6.5
Deuda externa	37.1	37.1
IV. Posición fiscal (% del PIB)		
Déficit Gobierno Central	-8.7	-3.0
Déficit primario	-1.9	-0.4
Deuda pública	66.2	42.2

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

(ver *EARC* No. 86 de abril de 2016). De manera similar, el Banco de la República (BR) podría implementar una pausa en los incrementos de su tasa-repo (en los niveles actuales del 7%), esperando que la desaceleración en la demanda agregada logre reducir la tasa de inflación hacia un 6% al cierre de 2016.

El grado de endurecimiento potencial de la postura monetaria dependerá de la tensión cambiaria que genere la trayectoria de los precios del petróleo, tensión que ha cedido en las últimas semanas, dado el repunte del Brent hacia niveles de US\$45-47/barril (vs. mínimos de US\$27/dólar a mediados de febrero). En 2015, la devaluación promedio real-dólar fue del 42% y la del peso-dólar del 37%, generándose una elevada transmisión de costos de los importados hacia el IPC en ambos países. Si bien Colombia cuenta con mejor institucionalidad e independencia de su banco central, ambas instituciones estarán bajo presión durante 2016-2017 para intentar regresar a sus niveles de inflación “baja y estable” de largo plazo, en el rango 2%-4% (en el caso de Colombia).

Déficit de la balanza de pagos

Como es bien sabido, Brasil presenta una extraña dualidad en su frente externo, pues es bastante competitivo a nivel de *commodities* agrícolas (soya, cítricos y oleaginosas), pero no lo es a nivel de industria (donde aplica un peculiar modelo proteccionista). En todo caso, aun en momentos difíciles, Brasil presenta un superávit comercial del +1% del PIB (habiendo corregido sus déficits de años

anteriores a punta de recesión vía menores importaciones), mientras que Colombia arroja un preocupante déficit comercial del -4.8% del PIB y seguramente cercano al -4% del PIB en 2016. A nivel de la cuenta externa, Colombia también luce mucho más débil con déficits del -6.5% del PIB en 2015, mientras que en Brasil estos fueron del -3% del PIB.

Ambos países muestran niveles de Deuda Externa/PIB que se han ido incrementando y que bordeaban el 37% al cierre de 2015, no muy distantes de sus valores pico del 40% en 2000-2003 (aunque en el caso de Colombia las cifras de inicios de 2016 ya nos hablan de valores del 41% del PIB). No es entonces gratuito que Brasil, Colombia y Turquía sean los de mayor preocupación en materia de acelerada devaluación y fragilidad externa en el mundo emergente, según diversos bancos internacionales de inversión.

Frente fiscal

El otro talón de Aquiles de Brasil y Colombia tiene que ver con sus debilidades fiscales. Como ya explicamos, en el caso de Brasil dichas debilidades propiciaron su rebaja a grado especulativo, donde su déficit primario (antes de intereses) llegó al récord del -1.9% del PIB en 2015, impulsando su relación Deuda Pública/PIB a niveles del 66% (superando ya los límites que había establecido Maastricht como “razonables”, pero para países desarrollados). En Colombia se tienen déficits primarios de menor tamaño, pero fluctuando hasta el -0.4% del PIB en 2015 y probablemente al -1% del PIB en 2016. Si bien el nivel de Deuda Pública/PIB del Gobierno Central es “solo” del 42%, este tipo de dinámicas

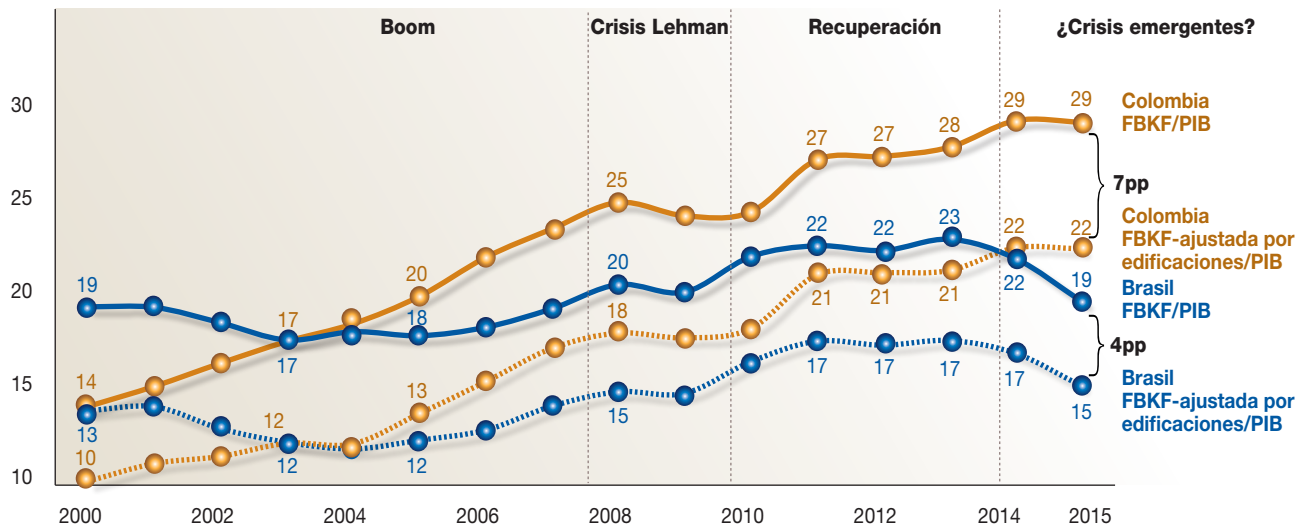
en el primario podría llevarlo hacia el 50%-55% para 2020 (ver *Comentario Económico del Día* 10 de diciembre de 2015).

Crecimiento potencial y calidad de la inversión (a manera de conclusiones)

¿Qué factores estructurales pueden estar detrás de esta brusca desaceleración económica en el caso particular de Brasil? La razón principal de este desempeño subpar *tiene que ver con serias deficiencias* en su infraestructura, donde su FBKF difícilmente ha logrado sostener niveles del 20% respecto del PIB, con perspectivas de mayores descensos derivadas de las contracciones del -5% en 2014 y del -14% en 2015. Dados estos niveles y la composición de dicha inversión, el crecimiento potencial que podría sostener Brasil durante el próximo quinquenio no superaría el 2% anual (ver gráfico adjunto).

Ya mencionamos cómo resulta útil explorar la composición de dicha FBKF, distinguiendo entre: i) la FBKF en infraestructura y maquinaria-equipo, la cual permite apalancar mayores crecimientos potenciales; y ii) la FBKF en edificaciones, la cual es, en últimas, una forma de consumo diferido de los hogares, pero que, por convención de cuentas nacionales, se incluye en la inversión y no en el consumo. Curiosamente, en épocas de Enfermedad Holandesa-burbujas hipotecarias dicha FBKF puede terminar inflándose de forma artificial en su componente de edificaciones y dar la sensación de mayor apalancamiento productivo, cuando, en realidad, ello puede estar anticipando señales de peligrosas desaceleraciones estructurales.

Gráfico 1. Relación Formación Bruta de Capital Fijo total y ajustada por edificaciones/PIB Colombia vs. Brasil (2000-2015; %)



Fuente: cálculos Anif con base en IBGE y Dane.

Esto ocurrió en Colombia durante 1993-1997 y podría haberse repetido durante 2012-2015.

No deja de ser interesante observar que, al “purgar” la FBKF de Brasil de las edificaciones, se tiene que la relación FBKF-ajustada/PIB tan solo llegaría al 15% respecto del 19%-20% incluyendo edificaciones. Al realizar ejercicios de Capital-Incremental (ICOR) con esta FBKF-ajustada se concluye que el potencial de crecimiento de Brasil para el próximo quinquenio podría estar bordeando el 2% en vez del 3% anual de años anteriores. La razón económica para ello es que en Brasil, al igual que en Colombia, se han venido inflando los precios de la vivienda de forma artificiosa y han llegado a unos niveles que provocaron el “rasgamiento de la burbuja hipotecaria” en 2015-2016, afortunadamente sin riesgos sistémicos (pues no se trata de una burbuja apalancada en crédito bancario).

¿Cómo le va a Colombia a la hora de computar la relación FBKF-ajustada/PIB? Nótese que al calcular

la tradicional relación FBKF/PIB se ve una tendencia alcista, elevándose en cerca de 15 puntos porcentuales durante los últimos quince años y llevándola al pico histórico del 29% en 2015. Un simple cálculo de regla de tres nos sugiere que dicha FBKF, sin ajustar, debería permitir apalancar crecimientos potenciales del orden del 4.2%-4.5% por año, consistentes con las estimaciones que había hecho Anif en años anteriores sobre la base de modelos ICOR (ver *Informe Semanal* No. 1176 de junio de 2013).

Sin embargo, esta extrapolación histórica se está viendo alterada por cuenta del colapso del sector minero-energético y los daños estructurales causados a la competitividad del agro y la industria por cuenta de la Enfermedad Holandesa (antes comentada). Nótese que, al ajustar dicha inversión (neteándola del componente de edificaciones), la razón FBKF-ajustada/PIB muestra un descenso del 29% (sin ajustes) hacia un 22% (con ajustes por edificaciones). Esos 7 puntos del PIB de menor apalancamiento provienen

de la gran incidencia que tuvo el auge constructor hasta 2014. Curiosamente, esa relación de inversión ajustada/PIB del 22% para Colombia tan solo supera marginalmente el valor del 20% que se observa en el caso de Brasil.

Al realizar entonces los cálculos del nuevo potencial de crecimiento económico de Colombia, tras calcular la FBKF-ajustada por el cuasi consumo del componente de edificaciones, podemos concluir que, prospectivamente hablando, Colombia podría promediar un crecimiento en el rango 3.5%-4% por año durante el próximo quinquenio, en vez del acostumbrado 4.5% anual. Esto es particularmente riesgoso para Colombia debido a la marcada desaceleración de su inversión, creciendo solo un 3% en 2015 (vs. niveles del 12%-15% en años anteriores). Afortunadamente, parte de esta problemática se estaría superando con el impulso de las obras de infraestructura-4G que llegarán con fuerza en 2018-2020 (ver *Informe Semanal* No. 1305 de marzo de 2016).



LUIS FERNANDO ARBOLEDA

Presidente de Findeter

Bienvenido a *Carta Financiera* Dr. Arboleda. Findeter ha sido un actor fundamental en los procesos regionales y de descentralización del país en su papel de banca de desarrollo y promotor de proyectos territoriales. ¿Cómo describiría usted la actual labor de Findeter? ¿Cómo han evolucionado los objetivos de la entidad desde su creación? ¿Cuáles son los principales productos y programas hoy de la entidad que preside?

LUIS FERNANDO ARBOLEDA: Findeter tiene unos objetivos muy claros y entre ellos está ser el vehículo de la Nación en los territorios para poder ejecutar el Plan de Desarrollo. En el anterior cuatrienio estuvimos enfocados en las locomotoras; hoy estamos trabajando en la educación, la equidad y la paz y para lograr resultados efectivos iniciamos un proceso de planificación, estructuración, construcción de planes de acción y financiación de proyectos identificados desde cada territorio. Es decir, hacemos un acompañamiento desde el principio hasta el final de los proyectos y planes que quieren desarrollar las regiones; incluido el financiamiento de los mismos y esta gestión además de generarnos crecimiento nos ha permitido trabajar en 426 municipios de 31 departamentos.

Hemos desembolsado \$13.5 billones para obras de infraestructura con alto impacto regional; así mismo, trabajamos de la mano del Ministerio de Hacienda y Crédito Público en los bonos de agua, proceso en el que somos garantes para que los municipios puedan pagarle a la Fiducia que está manejando este tema. También hemos focalizado estrategias en los sectores de infraestructura; especialmente en la financiación de las vías departamentales (secundarias) y municipales (terciarias); y en temas de movilidad estamos vinculados a ocho de los sistemas de transporte público que se construyen en las ciudades.

Igualmente estamos trabajando en la modernización de algunos aeropuertos y puertos y en los sectores de educación y salud, estamos impulsando infraestructura para universidades, hospitales públicos, privados y fundaciones respectivamente.

Finalmente, en el sector energético estamos apoyando todo los temas relacionados con residuos renovables, energía solar (donde existen pocos proyectos), y otros subsectores como el de energía eólica y pequeñas microcentrales hidroeléctricas.

En conclusión, nuestra cartera está distribuida entre el sector transporte (25% del total), salud (20%), agua (16%), vivienda (13%) y energético, educación, entre otros (que concentran el 26% restante).

Así, básicamente lo que hacemos nosotros es planear, priorizar, financiar y ejecutar a nivel territorial. El tema de la ejecución es algo nuevo. Por ejemplo, la alcaldía de Ibagué nos está pidiendo que ejecutemos las obras del acueducto que hay para hacer y las obras de los juegos nacionales que nunca hicieron.

C.F.: Dentro de las labores tradicionales de Findeter aparece el tema de financiamiento de proyectos de agua y alcantarillado, aprovechando la destinación específica del 5.4% de los recursos del Sistema General de Participaciones (SGP). ¿Cómo va la tarea de Findeter en este frente? ¿Cómo han ayudado ustedes a superar el fiasco de los llamados “bonos de agua” (... que efectivamente “hicieron agua”), pues resultaban siendo onerosos para los municipios?

L.F.A.: Los bonos de agua llegaron a los \$486.000 millones y muchos de los municipios se quejaron porque los alcaldes anteriores no ejecutaron los proyectos; pero eso fue porque no se miraron los proyectos en forma articulada e integral. Así que nosotros logramos convencer a los inversionistas de que Findeter asumía la garantía y con la misma fiducia, con el fin de que los municipios fueran pagando. Hay unos municipios muy juiciosos, la mayoría está pagando cumplidamente. Pero a otros hay que ayudarles en el tema financiero. Por eso hemos tenido que ir a hablar con las secretarías de Hacienda, estructurar cómo están las finanzas del municipio a través de la Dirección de Apoyo Fiscal del Ministerio de Hacienda para poder trabajar. En este momento vamos muy bien con este tema. De hecho, estamos estudiando esa misma figura para ver cómo la podemos montar a otros sistemas tan complicados como el de la salud y como el sistema de transporte masivo.

Así, este esquema de bonos funciona bien. El problema es que ciertos municipios no hicieron ningún esquema ni estudio de análisis financiero, de cómo iban a pagarlos, pero yo creo que tienen su oportunidad. Los bonos fueron una solución en el momento en

que llegaron a las ciudades que fueron eficientes en el tema, o sea las grandes ciudades, e hicieron una inversión muy interesante en el tema. Lo que no funciona es que algunos municipios son muy indisciplinados para cumplir los compromisos que hizo el alcalde anterior (es decir, no hay continuidad en la política), pero ese esquema de bonos yo creo que puede funcionar en otros sectores de la economía.

C.F.: ¿Cuál ha sido el papel de Findeter en el tema de financiación de vivienda a nivel territorial y de la vivienda rural, en particular? ¿Qué efecto puede tener el programa PIPE-II en este frente?

L.F.A.: Nosotros trabajamos de la mano con el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio para que se cumplan los compromisos del programa PIPE-II. Somos los gerentes de la ejecución de los proyectos de vivienda y complementarios; con respecto a las inversiones que tiene que realizar el Ministerio. En efecto, desde que se acabó el Inurbe, Findeter recibió la función de viabilizar proyectos de vivienda y por eso desde hace 10 años hemos cumplido nuestro objetivo viabilizando de 5.000 a 15.000 viviendas por año. Incluso, con la llegada del programa de 100.000 viviendas, a nosotros nos tocó viabilizar todo el programa. Para escoger esas 100.000 viviendas tuvimos que revisar no 220 sino 480 municipios por más de 250.000 viviendas que nos presentaron. ¿Cómo se hace esto? Hay que ir al sitio, mirar el proyecto, miramos que cumpla todos los requisitos ambientales, requisitos técnicos, requisitos financieros y un tema importante que es el de servicios públicos. Esto pues, por lo general, los sistemas de vivienda fracasaron porque los municipios construían las viviendas y ellos no construían los servicios públicos. Así, yo creo que ha sido una



Alejandro Vera, Vicepresidente de Anif; y Luis Fernando Arboleda, Presidente de Findeter.

alianza importante con el Ministerio de Vivienda, primero con el doctor Vargas Lleras y luego con el doctor Luis Felipe Henao, que han escogido y ratificado a Findeter para organizar proyectos de viviendas y para programar la asistencia técnica al recibir las viviendas.

En el caso de las primeras 100.000 viviendas, Findeter participó en la licitación, en las propuestas, en los pliegos, en la estructuración del programa, y nos tocó aprender sobre asistencia técnica para recibir 52.000 viviendas, eso básicamente en vivienda. Y en el PIPE también colaboramos para que el Ministerio desarrollara los proyectos y programas de agua potable. Nunca antes ningún gobierno había adelantado un programa de este tamaño y complejidad. Por ejemplo, hemos invertido \$1.8 billones en 220 municipios del país donde ya estamos terminando 90 proyectos de acueductos, en ciudades como Pasto que tenía frenado desde hace muchos años su desarrollo urbanístico. Otros ejemplos son ciudades como Carmen de Bolívar, que hoy en día tiene un acueducto funcionando 24 horas al día, tiene un alcantarillado al 100% funcionando con tratamiento de riesgos residuales para que no contamine la

Ciénaga de Magdalena. Asimismo, ya arrancamos a construir el acueducto para que quede con una apertura del 100% para Mompox, Magangué, Sincelejo, Valledupar y Santa Marta. En La Guajira estamos trabajando unos proyectos de agua y en el Eje Cafetero ayudamos cuando Manizales se quedó sin agua.

Ahora, lo que nosotros hacemos es tanto gerencia de los proyectos como financiación. Por ejemplo, en el caso de la financiación estamos hablando de \$1.1 billones distribuidos en: los bonos del agua (\$486.000 millones que son garantía) y \$670.000 millones en créditos para el agua. ¿Cómo funciona este tema de financiación? Un ejemplo es el caso de Manizales. La ciudad presentó un proyecto de \$50.000-60.000 millones. El Gobierno Nacional les dio \$13.000 millones financiados por Findeter.

Así, nosotros hacemos el cierre de los proyectos de agua en medianas y grandes ciudades. En Bucaramanga, todo se ha hecho totalmente financiado, \$40.000 millones que dio el gobierno y \$120.000 millones que les prestamos nosotros para la empresa que lo desarrollara. En Pereira, les prestamos \$25.000 millones para terminar algunos proyectos. También financiamos el

emisario submarino de Cartagena y otros proyectos en Barranquilla.

El último proyecto que estamos gerenciando es el acueducto de San Andrés, gracias a un préstamo que el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) le hace a una institución llamada Gestión de Riesgos de la Presidencia. Aquí ya presentamos el plan maestro de fuentes de agua para San Andrés, ya se autorizó entrar a licitar una planta desalinizadora por \$30.000 millones. Vamos a adjudicar proyectos por US\$20.000 millones para mejorar y optimizar el acueducto de San Andrés.

También hemos venido gerenciando, por ejemplo, el acueducto de Buenaventura, de Aracataca, el nuevo acueducto de Yopal. Son 202 municipios en los que nosotros estamos gerenciando proyectos (donde los municipios quieren y donde el Ministerio pone recursos) y también financiando. Ahora, también hay proyectos donde solo ponemos la plata y los municipios los gerencian a través, por ejemplo, de sus empresas de servicios públicos, que por lo general están descentralizadas y son muy buenas. Tales el caso de la empresa de Sincelejo o Aguas de Barcelona en Cartagena, o en Cali, donde hay muy



buenos recursos técnicos, o Popayán y Manizales, donde la gerencia es muy buena. Todo esto ha avanzado mucho pues ya llevamos más de veinte años con las leyes 142 y 143.

C.F.: Ahora que se ha visto la importancia de la inversión en infraestructura en el país, ¿qué rol jugará Findeter en el frente de las inversiones 4G? ¿Y en los proyectos público-privados (APPs)?

L.F.A.: Findeter venía jugando un papel importante antes de las 4G. Nosotros financiamos parte de las vías. Tal es el caso de Santa Marta-Ciénaga que fue financiada 100% por Findeter. Algo similar pasó con la vía Girardot-Ibagué. Sin embargo, en el frente de 4G tenemos una política de llegar solo hasta US\$150 millones y sin pasarnos

del 30% del valor del proyecto. Por ejemplo la carretera vale \$1.2 billones, pues Findeter solo puede llegar hasta \$400.000 millones.

En este frente ahora estamos estudiando algunas propuestas que tienen acuerdo de confidencialidad, pero ya se ha desembolsado para todo el tema de prediseño y estudios ambientales que son \$100.000-120.000 millones. Ahora, para todo esto ya fue creada la Financiera de Desarrollo Nacional, nosotros seguimos siendo más regionales.

C.F.: En el frente de infraestructura territorial, Anif ha sido de la idea de que debe crearse una “Rectoría Central” en cabeza del DNP que gestione y coordine este tema, de tal manera que la descentralización sea de obras y no de

contratos-mermelada. ¿Cuál sería el papel de Findeter en este frente? ¿Acaso no deberían ustedes darle una mano territorial a la ANI para ser garantes sobre la calidad de los proyectos regionales?

L.F.A.: Lo estamos haciendo. Ahora, hay que dimensionar el tema. Cuando se habla de infraestructura nacional no son solamente vías, también vamos a hacer 625 proyectos en las regiones que valen \$7.5 billones. Por eso tenemos gerencias regionales. Y allí regionalmente, si el proyecto es de vivienda, se presta un equipo técnico experto en vivienda, si es para aguas, se les dan recursos hidráulicos, y algo similar si el proyecto es de infraestructura social.

En el tema de infraestructura social hay que ir poco a poco avanzando. Ahora no es un tema que se pueda medir con la misma vara en todo el país. No es lo mismo decirle a EPM que haga un proyecto, cuando tiene los mejores expertos, que decirle a otra empresa de otra ciudad. Así que lo que hemos propuesto al gobierno es: certifiquemos regiones, certifiquemos empresas y vamos certificando departamento por departamento. Cada región es diferente y cada una tiene su propia dinámica. Por ejemplo, en Atlántico han mejorado mucho en cobertura de agua potable (del 35% al 95%) y es en parte porque tienen la misma Secretaría de Productividad desde que Carlos Rodado era alcalde, tienen el mismo equipo, luego uno puede certificar eso.

En el tema de planeación de vías departamentales lo que estamos haciendo nosotros es un programa de planificación del territorio. Allí se priorizan las vías que se tienen que hacer, y les ayudamos a las regiones con recursos y con asistencia técnica para licitar o terminar

los pliegos. Nosotros ayudamos, pero tenemos que ir a mirar y validar el tipo de gobierno que hay en cada región. Es decir, no es lo mismo Riohacha que Barranquilla o Villavicencio que Yopal. En Yopal toca acompañar al alcalde y al gobernador para hacer una buena estructuración de proyectos de servicios públicos. Entonces nosotros les enseñamos a planear a las regiones, a financiar y a priorizar proyectos. Esto pues tenemos claro que todo se ve muy diferente desde Bogotá que desde el barrio Olaya Herrera en Cartagena o desde un proyecto en San Andrés.

Ahora, tenemos proyectos con algunas ciudades que tienen baja capacidad institucional como Buenaventura o Quibdó, Magangué, Carmen de Bolívar o San Andrés. Pero también hay una iniciativa para las ciudades capitales que es la plataforma de ciudades competitivas que se hace en asocio con el BID. Allí hay ejemplos para trabajar, como el caso del Diamante Caribe y la región de Santander. En esto se han desembolsado ya \$3.6 billones que puede ser más de lo que ha desembolsado la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) para los proyectos de 4G. Son proyectos pequeños, pero son más de 600.

Entonces yo creo que uno tiene que ir un poco más a las regiones y saber diferenciarlas. Donde hay capacidad institucional se pueden ejecutar programas tranquilamente, pero donde no, hay que trabajar un poco más.

En lo que se denomina el Diamante Caribe (Guajira, Córdoba, Sucre, Atlántico, Cesar, Bolívar, Magdalena y San Andrés) hay problemas de competitividad, de igualdad y de pobreza. Ese territorio tiene un mercado potencial (El Caribe) de 280 millones de personas que no está aprovechando

y por eso hay que trabajar en esa región, financiándoles tecnología (donde nos asociamos con Microsoft) y ayudándoles a planear para que sobresalgan proyectos productivos y podamos venderles a todos esos consumidores. Es que Riohacha está a veinte minutos de Aruba y no somos capaces de venderles nada. Y además, por esa zona pasan 40 millones de turistas al año y nosotros no les vendemos ni carne, ni alimentos, no aprovechamos esos mercados.

Pero para aprovechar todo ese potencial hay que subir las camas hoteleras, aumentar los proyectos productivos. Y para eso se necesitan buenos servicios públicos, agua potable y allí es donde entra Findeter. Nosotros nos encargamos de ayudar en los proyectos de servicios públicos e incluso también en los agropecuarios. Y allí también se vuelve importante la infraestructura, pues si mejoramos un poco más en eso, en El Caribe podríamos tener 7 millones de hectáreas más para la agricultura y ni siquiera necesitaríamos los Llanos Orientales para elevar las hectáreas para agricultura.

Adicionalmente, en el tema de infraestructura tenemos un programa que se llama Magdalena Plus. Esta es una plataforma logística y de servicios para aprovechar el río. La idea es poder aprovechar el río en la parte desde Santander hacia Barranquilla, donde no hay que hacerle nada al río para que sea navegable, y unirlo con otros modos de transporte para llegar hasta Cúcuta y darle gran dinámica a esa zona. Incluso ya gobernadores me han dicho que estudiemos la viabilidad de algunos puertos (Puerto Berrío en Antioquia, La Dorada en Caldas o Puerto Salgar en Cundinamarca), buscando que sirvan como centros de acopio para llegar más fácil y más barato a los puertos de El Caribe.

En otros sectores, el propio Ministerio de Minas nos ha pedido que estudiemos las fortalezas de la región en el tema de gas, refinerías y oleoductos. En energía solar, el fuerte está en Riohacha. En energía eólica hay posibilidades importantes entre Barranquilla y Cartagena.

Todo se trata de planificar las ciudades, de planificar el territorio. En este momento estamos planificando siete ciudades en la costa con una visión al año 2050 y un plan de acción a 2030. En dicha planeación se incluyen servicios públicos, vivienda, red hospitalaria, sostenibilidad ambiental, social y urbana que también lleva a la sostenibilidad fiscal. Todo esto partiendo de la historia de las ciudades, su huella histórica para poder pensar en su futuro.

C.F.: Siguiendo con este tema, ¿cuál cree usted que debería ser la relación entre el Inviás territorial y el Findeter en proyectos de infraestructura territorial, donde sobresalen las vías secundarias y terciarias?

L.F.A.: Aquí es muy importante pensar en la transformación que le estamos dando a Findeter, pues a nuestra entidad entró Planeación Nacional, el Ministerio de Hacienda, el de Vivienda, y eso significa llegar a la región de forma más articulada y no solo sectorial. Incluso les hacemos trabajos y gerenciamos proyectos al Ministerio del Interior, al de Cultura y a Coldeportes.

Entonces no se trata de que yo vaya solo a las regiones, sino que los ministros nos buscan para que nosotros les ayudemos a estructurar proyectos. Por ejemplo, en el tema de salud traba-

jamos con las EPS y hemos invertido \$1 billón junto al Ministerio de Salud. Con el Ministerio de Educación tenemos una línea para universidades, para mejorar su infraestructura. Y en el caso del Plan Departamental de Vías, este lo prioriza el Ministerio de Transporte. No son las vías que quiere la Gobernación, sino que tienen que estar dentro del plan nacional que tiene el Invías.

Entonces es un trabajo bastante extenuante. No es que sea difícil. Al contrario, es fácil, porque hay bastante credibilidad. Incluso ya los alcaldes y los gobernadores están metidos en el tema, ya van diez gobernaciones y once alcaldías con las que hemos trabajado, pero es que ahora hay que trabajar todos unidos en región. Ya no es que esta es mi ciudad y yo voy a trabajar aquí, es quitar los límites entre ciudad y ciudad.

Ahora, la decisión de entrar a trabajar con nosotros depende de las regiones. Esa decisión se demuestra con la disposición a girar un cheque. Así, hay que pagarle el 30% a Findeter de lo que valen los proyectos, para que entremos en el mismo. Por ejemplo, tener una ciudad sostenible vale \$600 millones y una ciudad emblemática \$100 millones. En el caso del Diamante Caribe, los proyectos han costado \$11.000 millones, donde \$4.000 millones los pusieron Planeación y Findeter y el resto lo puso la región.

Esto es algo donde debe haber voluntad regional, porque implica poner recursos. En nuestro caso, también nos ha ayudado el ministro Cárdenas que cree mucho en el tema y es una de las personas que más nos ha apoyado. El Presidente de la República también ha sido un apoyo fundamental. El mismo cuando va a las ciudades se da cuenta

de la importancia de que los proyectos sean planificados en época de escasez para poder priorizar adecuadamente.

Todo esto nos ha permitido, por ejemplo, recibir mucho apoyo del BID, de fundaciones europeas, e incluso mostrar nuestra labor de forma global. Esto último nos permitió colocar US\$500 millones en New York hace año y medio, y recibir otros recursos sin garantías de la Nación.

Ahora, estos temas no están exentos de problemas. Por eso, hemos fortalecido el equipo técnico de forma importante. Creamos la Vicepresidencia Técnica, entre otros cargos. Aquí hay que trabajar muy fuerte en el tema ambiental, de consultas previas y en el diseño de los proyectos para minimizar los sobrecostos en los proyectos regionales.

A nivel personal

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

L.F.A.: Ir a visitar los municipios. Este último fin de semana tuve catorce funcionarios en mi casa en Barranquilla trabajando. Ahora, el hobby mío cuando tengo tiempo libre es jugar golf y estar con mis nietos. También caminar y nadar, caminar tres o cuatro veces a la semana y nadar los fines de semana.

Pero lo que más nos gusta es planear ciudades. A veces no salgo de Bogotá en toda la semana, pero sí intentamos estar normalmente varios días en las regiones. Hace varias semanas estuvimos cinco días en San Andrés para poder entender bien la ciudad, para

poder planificar bien. En Cartagena recorrimos todos los barrios populares con los funcionarios del BID. Yo creo que tenemos que hacer muchos esfuerzos en contarle a la gente en las regiones cuáles son los casos de éxito de ciudades alrededor del mundo, y hacer muchos talleres de capacitación.

Ahora, para todo esto se necesita mucho apoyo y lo hemos tenido financiera y técnicamente de las multilaterales y político, donde he recibido el apoyo del presidente Santos desde hace cinco años que estoy aquí y de los ministros que se sientan en mi junta directiva.



Y más importante aún, todo esto ha sido posible gracias a la gente de Findeter, que es muy buena técnicamente. Estamos tratando de recuperar la Findeter de los comienzos, de hace veinte años. Aquí se les intenta pagar bien, pero también están muy bien preparados y tienen un alto perfil.

C.F.: Dr. Arboleda, muchas gracias por recibimos en su oficina. 

Los guardianes de la sabiduría ancestral: su importancia en el mundo moderno *

Libro escrito por: Wade Davis

Comentado por: Sergio Clavijo



Sin proponérselo, este libro constituye una buena piedra angular de lo que habrán de ser las memorias del aclamado antropólogo y etnobotánico Wade Davis. Davis creía que ese objetivo autobiográfico ya estaba siendo suplido a través de haberle dedicado sus últimos siete años a producir cerca de quince documentales, buena parte de ellos auspiciada por la *National Geographic Society*. Y, sin embargo, el ofrecimiento de las Conferencias Massey le dieron la oportunidad de hacer sus remembranzas desde que aterrizara en Colombia por allá en 1975, como estudiante de biología del reconocido profesor de Harvard Richard Schultes, y sus múltiples travesías a recónditos lugares en todos los continentes del planeta.

Como buen académico, Davis no se limita a recordar, sino que propone tesis de gran calado, las cuales harían bien en digerir historiadores, sociólogos y, por supuesto, los economistas metidos en el conocido debate entre si “predominan las instituciones o la geografía” (Acemoglu y Robinson, 2012). El postulado de Davis es que con frecuencia la pieza

* Wade Davis (2015), *Los guardianes de la sabiduría ancestral* (Silaba Editores, Medellín, Colombia).

olvidada por los científicos sociales tiene que ver con el “factor cultural”, que no es trivial, sino tribal:

“... que no es decoración o artificio... es un manto de bienestar que le otorga sentido a la vida... un cuerpo de conocimiento que da sentido a infinitas sensaciones de conciencia... la cultura es un cuerpo de leyes y tradiciones, un código moral y ético... que nos permite aspirar (...) al aspecto más excelso de nuestra naturaleza” (pág.165).

Esta reflexión sobre “cultura” representa un fuerte desafío para aquellos que, como Acemoglu-Robinson, han tenido serias dificultades a la hora de definir “instituciones” o de proponer cómo es que se construyen dichas instituciones (ver Ferguson, 2005).

A este libro se le pueden buscar dos grandes vertientes de afinidad: uno, en el campo científico; y, otro, en el campo cinematográfico. En el frente científico están los estudios del multifacético Jared Diamond (2006) sobre “la evolución” y el “colapso” de las sociedades y de los imperios; unas veces eso ocurre por sobrepoblación y por sobreexplotación de los recursos naturales (incluyendo el caso de los Mayas o la experiencia reciente de Haití), y en otras ocasiones ese ha sido el resultado de conflictos culturales, religiosos y/o geográficos.

Como lo hemos mencionado en otras ocasiones, estos estudios multidisciplinarios tienen la ventaja de evitar la miopía (muy propia de economistas) de pensar que “solo las instituciones” explican la compleja dinámica de las sociedades (Ferguson, 2012). Davis es reiterativo en ilustrar cómo los factores culturales-geográficos (arriba señalados) juegan un complejo papel diferenciador en las sociedades y, además, cambiantes en el tiempo.

Como referentes cinematográficos, se nos viene a la memoria las conocidas obras de “Aguirre,

la ira de Dios” (Herzog, 1972); “Apaporis” (Dorado, 2012); “Colombia Magia Salvaje” (Slee, 2015); o “El abrazo de la serpiente” (Guerra, 2015). Todas ellas tienen que ver con exploraciones de la selva amazónica, incluyendo la travesía del conquistador Francisco de Orellana en 1541 (quien transitó del Pacífico de Ecuador hacia el Atlántico de Brasil) y el homenaje a Schultes, casi sesenta años después de haber “conquistado” el río Apaporis.

Davis nos da una voz de esperanza sobre la viabilidad de la diversidad cultural, basado en la idea de la “etnoesfera”, que es el legado cultural de la humanidad. Para ello es fundamental preservar las 7.000 lenguas, de las cuales cerca de un 50% está en riesgo de extinción. Esta es una cifra aterradora si tenemos en cuenta que actualmente estamos preocupados por la amenaza de extinción de un 20% de los mamíferos o el 10% de las flores existentes en el planeta. Existe un alto riesgo de que muy pronto tan solo sobrevivan unas 80 lenguas, que son las que actualmente dominan el intercambio cultural a nivel global.

Y pensar que la variedad cultural la provee tan solo el 0.1% de la diversidad genética que se ha desarrollado durante los últimos 70.000 años de migración, proveniente de África y conquistando finalmente América del Sur. Aun en 1947 se debatían hipótesis contrarias, impulsadas por el

Davis nos da una voz de esperanza sobre la viabilidad de la diversidad cultural, basado en la idea de la “etnoesfera”, que es el legado cultural de la humanidad. Para ello es fundamental preservar las 7.000 lenguas, de las cuales cerca de un 50% está en riesgo de extinción. Esta es una cifra aterradora si tenemos en cuenta que actualmente estamos preocupados por la amenaza de extinción de un 20% de los mamíferos.

noruego Heyerdahl en su fascinante historia de *Kon-Tiki*, tras navegar de Perú hacia Indonesia en precaria balsa, intentando probar que la migración había sido de América hacia Asia.

Al menos tres capítulos del libro de Davis merecen especial atención. El capítulo II, sobre los “baquianos del mar”, ilustra su travesía personal por el mar Pacífico en compañía de navegantes que actualmente se guían por vientos, movimientos de olas y estrellas. Estos “guardianes de la sabiduría ancestral” navegan sin ninguna ayuda de técnicas modernas (ni siquiera recurriendo al sextante o al cronómetro) en las inmensidades del Pacífico, reduciendo históricamente los logros de Magallanes o del capitán James Cook. El arte de “barloventear” abrazados a las costas por parte de la calaveras portuguesas y españolas había sido superado siglos atrás por los polinesios y también por la flotilla del general Zhen He en 1400 (Bergreen, 2004).

El capítulo III, titulado “Anaconda”, es igualmente fascinante y se refiere directamente a la exploración del Amazonas. Allí el abrebocas tiene que ver con la travesía de Orellana en 1541 (antes explicada), pero aterriza en temas de protección antropológica contemporánea, donde Colombia sale muy bien librada. Por ejemplo, Davis relata cómo antropólogos colombianos, de la talla de Dolmatoff y Hildebrand (págs.83ss), lideraron la protección de asentamientos indígenas durante los años ochenta y gracias a ellos la Constitución de 1991 ha sido generosa en los temas de reservas indígenas, cubriendo más de 250.000 km² (del tamaño de Reino Unido).

Por último, cabe destacar el capítulo IV sobre “geografía sagrada”, en el cual menciona los casos de Machu Picchu en Perú y el de la Sierra Nevada de Santa Marta, donde las huellas de la conquista violenta han sido traumáticas (págs.109ss). También se adentra en las enigmáticas pinturas cuasi rupestres de Chiribiquete en Colombia. Ya tendremos otra oportunidad de contrastar esta

visión de Davis con la que recientemente nos provee el historiador Heaney (2012) acerca de las motivaciones de Hiram Bingham al “descubrir” Machu Picchu en 1911, recién cumpliéndose los cien años de tal suceso. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acemoglu D. and Robinson J. (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, CrownBusiness, New York; ver comentario en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/torre161.pdf>

Bergreen L. (2004), *Magallanes: hasta los confines de la Tierra*, editorial Planeta, España; ver comentario en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Bergreen.pdf>

Diamond J. (2006), *Collapse: How Societies Choose to Fail or Survive*, Penguin Books, England; ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/uploads/Diamond_1.pdf

Ferguson N. (2005), *Colossus: The Rise and Fall of the American Empire*, Penguin Books, London; ver comentario en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/torre167.pdf>

Ferguson N. (2012), *Civilization: The West and the Rest*, Penguin Books, New York; ver comentario en <http://anif.co/sites/default/files/uploads/torre165.pdf>

Heaney C. (2012), *Las tumbas de Machu Picchu: La historia de Hiram Bingham*, Universidad Católica del Perú.