

+ **Índice de Competitividad Vial y**
Logística para Colombia

+ **¿Final del ciclo de tasas bajas en el mundo?**
Riesgos y consideraciones para Colombia

+ **Implicaciones de la Reforma Tributaria sobre**
mercados financieros y calificación de Colombia

+ **Entrevista al Gerente del**
Banco de la República
Dr. Juan José Echavarría

financiera

carta

177

MARZO 2017

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

¿EN QUÉ VA LA COMPETITIVIDAD?



TARIFA POSTAL REDUCIDA NO. 2011-286 4 -72 LA RED POSTAL DE COLOMBIA, VENCE 31 DE DICIEMBRE 2017

COL \$13.000

ISSN 0120-3436



¿Has pensado en mejorar
tu perfil profesional?



ESPECIALIZACIONES

Presenciales / Un año de duración

- **Finanzas Corporativas**
SNIES: 10544
- **Gerencia de Proyectos**
SNIES: 52239
- **Gerencia de Mercados Globales**
SNIES: 19165
- **Gestión y Procesos Urbanos**
SNIES: 13741
- **Gerencia de la Producción y el Servicio**
SNIES: 4929

Nuevo DOCTORADO EN INGENIERÍA

Cuatro años de duración

SNIES: 105997

MAESTRÍAS

- **Ingeniería Biomédica**
SNIES: 91078 Convenio EIA-CES
- **Ciencias Biológicas**
SNIES: 101944 Convenio EIA-CES
- **Tecnologías de la Información y Comunicación en Salud**
SNIES 103166 Convenio EIA-CES

INSCRIPCIONES ABIERTAS
eia.edu.co

VIGILADA MINEDUCACIÓN



INFORMES

Sede de Postgrados (Zúñiga - Envigado)
(4) 354 9090 Op. 1 Ext. 101
luz.garcia@eia.edu.co

Registros calificados de la Universidad EIA para ofrecerse en la ciudad de Medellín

Especialización en Finanzas Corporativas: 8940 del 15 de julio de 2013 por 7 años • **Especialización en Gerencia de Proyectos:** 16773 del 20 de diciembre de 2012 por 7 años • **Especialización en Gerencia de Mercados Globales:** 8939 del 15 de julio de 2013 por 7 años • **Especialización en Gestión y Procesos Urbanos:** 1243 del 31 de enero de 2014 por 7 años • **Especialización en Gerencia de la Producción y el Servicio:** Resolución del Registro Calificado: 8938 del 15 de julio de 2013 por 7 años • **Maestría en Ingeniería Biomédica:** Título otorgado por la Universidad EIA/Resolución del Registro Calificado: 1570 del 28 de febrero de 2011 por 7 años • **Maestría en Ciencias Biológicas:** Título otorgado por la Universidad CES/Resolución del Registro Calificado: 11046 del 11 de septiembre de 2012 por 7 años • **Maestría en Tecnología de la Información y la Comunicación en Salud:** Título otorgado por la Universidad CES/Resolución del Registro Calificado: 3891 del 20 de marzo de 2014 por 7 años • **Doctorado en Ingeniería:** 21071 del 8 de noviembre de 2016 por 7 años para ofrecerse en la ciudad de Medellín

No.177 Marzo de 2017
**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

JEFE DE INVESTIGACIONES
MACROECONÓMICAS
Nelson Vera

JEFE DE ESTUDIOS
FINANCIEROS Y PYME
David Malagón

INVESTIGADORES ANIF
Julián David Cortes
Ekaterina Cuéllar
Juan Sebastián Joya
Daniela Londoño
María Camila Ortiz
Andrea Ríos
Ana María Zuluaga

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

IMPRESIÓN
Legis

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

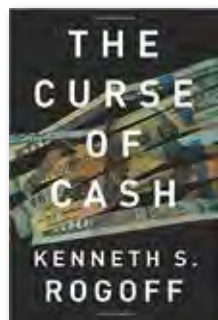


SUSCRIPCIONES

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 Marzo de 2017

EDITORIAL

3 Desafíos de política económica para 2017

ACTUALIDAD ECONÓMICA

11 Índice de Competitividad Vial y Logística para Colombia Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Andrea Ríos y Ekaterina Cuéllar

20 ¿Final del ciclo de tasas bajas en el mundo? Riesgos y consideraciones para Colombia Javier Dorich Doig y Camilo Pérez Álvarez

28 Implicaciones de la Reforma Tributaria sobre mercados financieros y calificación de Colombia Hernán Alzate A. y Gerencia Análisis Cuantitativo

32 Perspectivas macroeconómicas de Colombia para 2017 Andrés Langebaek Rueda

38 Factores que afectan la tenencia de productos financieros en Colombia Daisy Johana Pacheco y Ana María Yaruro

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

49 ¿En qué quedó la Reforma Tributaria Estructural (Ley 1819 de 2016)?

55 Transmisión de la política monetaria en Colombia: ¿Qué tanto sabemos?

61 Proceso de Paz y narcotráfico en Colombia

ENTREVISTA

66 Juan José Echavarría Gerente del Banco de la República

TORRE DE MARFIL

74 La maldición del dinero en efectivo Libro escrito por: Kenneth S. Rogoff Comentado por: Sergio Clavijo

Desafíos de política económica para 2017

El entorno global

Han pasado ya tres años desde el inicio de la frágil recuperación de las economías desaholladas en 2013, tras la crisis financiera de Lehman Brothers en 2007-2008. Infortunadamente, la economía mundial aún no parece recuperarse del todo y resulta preocupante observar cómo, a lo largo de 2015-2016, se acentuó la dicotomía entre el pobre desempeño del sector real a nivel global (a ritmos del 3%), de una parte, y las sorpresivas valorizaciones de los mercados de capitales (cerrando el S&P500 en 2.240 puntos, un +10% anual), de otra parte. En buena medida, este buen desempeño financiero obedeció a la postergación del alza en la tasa de interés del Fed hasta que, finalmente, el buen comportamiento del mercado laboral, la llegada de Trump a la presidencia de Estados Unidos y sus anuncios de revitalización de las inversiones en defensa e infraestructura llevaron al Fed a iniciar su ciclo alcista de la tasa repo probablemente hacia niveles del 1.25%-1.50% al cierre de 2017 (frente al 0.75% de finales de 2016).

De concretarse esos anuncios de la nueva Administración Trump (2017-2021), la economía de Estados Unidos podría acelerarse hacia expansiones cercanas al 2% durante 2017-2018 (vs. el pobre 1.6% que se habría observado en 2016). De paso,



esta nueva situación sacaría a dicha economía de la “trampa de liquidez” y el Fed entraría en una nueva fase de reflación, en presencia de un mercado laboral en pleno empleo, y teniendo que enfrentar un marcado deterioro fiscal.

Por su parte, la Zona Euro apenas lograría expansiones del 1.5% durante 2017 (estancada frente a 2016), donde resulta preocupante observar cómo las constantes inyecciones de liquidez no parecen solucionar los problemas estructurales

de desempleo y la debilidad de su sistema financiero.

Las economías emergentes han seguido perdiendo crecimiento potencial y solo crecerían un 4.5% en 2017 (vs. el 7% pre-Lehman), con agravantes de elevados niveles de apalancamiento y perspectivas de retornos de capital hacia Estados Unidos para fondear la inversión en infraestructura del nuevo “*Trumponomics*”. Allí han resultado especialmente golpeados los países exportadores de *commodities*, donde América Latina tan solo lograría mediocres rebotes a ritmos del +1.6% en 2017 (después del -0.7% observado en 2016).

Implicaciones para Colombia

En medio de este complicado entorno global, Colombia se perfila hacia una fuerte desaceleración a ritmos del 1.8% en 2016 (vs. 3.1% en 2015). Allí ha quedado claro que persisten serios problemas estructurales que el gobierno no ha sabido pilotear con la debida prontitud, es-

pecialmente en lo referente a: i) la crisis exportadora; ii) la baja competitividad del agro y la industria; y iii) los elevados costos del transporte y de la mano de obra (con nullos avances en el desmonte de los sobrecostos laborales, tras lo logrado en la Ley 1607 de 2012).

Resulta preocupante que a nivel gubernamental ya ni se hable de las implicaciones macrofinancieras tras las persistentes contracciones de las exportaciones, todavía a ritmos del -16.5% anual (en dólares) al corte de noviembre de 2016 (vs. -35% un año atrás). Pues bien, las calificadoras de riesgo sí se han dado por aludidas y algunas de ellas han puesto en “perspectiva negativa” no solo a las firmas del sector privado, sino al sector financiero que opera en Colombia, ante esta crisis exportadora y el abultado endeudamiento externo público-privado que ya bordea el 41% del PIB (récord histórico frente a 2002).

En nuestro balance macroeconómico de 2016 (ver *Informe Semanal* No. 1345 de diciembre de 2016) habíamos concluido que los riesgos observados durante dicho año

arrojaban el siguiente resultado (de mayor a menor): 1) los desbalances externos (inalterado); 2) la desaceleración económica (agravado); 3) los riesgos inflacionarios (aliviado); 4) los riesgos tributarios (aliviado); y 5) el repunte del desempleo (inalterado), ver cuadro 1.

En esta edición analizaremos el cuadro de riesgos que Anif visualiza para el año 2017. Como veremos, los mayores riesgos de este año provendrán de: 1) los desbalances externos, donde la cuenta corriente todavía estaría arrojando faltantes cercanos al 4% del PIB (vs. valores quinquenales alrededor del 3% del PIB antes del fin del auge minero-energético en 2014), pues los lastres volumétricos contrarrestarían parte del efecto de mayores precios del petróleo; 2) los riesgos de desaceleración económica local, eventualmente hacia valores cercanos al 2.2% en 2017; 3) las presiones inflacionarias, donde la convergencia de la inflación desde el 5.7% al cierre de 2016 se verá afectada por el incremento en la tasa general del IVA del 16% al 19% y la elevada indexación salarial resultante de haber ajustado el SML en un 7% (vía Decreto); 4) los repuntes en la tasa

Cuadro 1. Riesgos de 2016: pronósticos vs. observados

Pronóstico (En enero de 2016)		Ranking pronosticado	Ranking observado	Observado (En diciembre de 2016)	
Riesgo	Valor			Riesgo	Valor
Desbalances externos	5.8% del PIB en el déficit de CC 17% de devaluación promedio	1	→ 1	Desbalances externos	4.5% del PIB en el déficit de CC 11.2% de devaluación promedio
Riesgos inflacionarios	4.7%	2	↗ 2	Desaceleración económica	1.8%
Riesgos tributarios	13.7% del PIB en presión tributaria	3	↘ 3	Riesgos inflacionarios	5.7%
Desaceleración económica	2.5%	4	↘ 4	Riesgos tributarios	14% del PIB en presión tributaria
Repunte desempleo	9.4% promedio año	5	→ 5	Repunte desempleo	9.2% promedio año

Fuente: elaboración Anif.

Cuadro 2. Desafíos de 2017

Ranking	Tipo de riesgo	Proyección	Escenario estresado
1	Desbalances externos	4% del PIB en déficit de CC 5% de devaluación promedio	4.3% del PIB en déficit de CC 10% de devaluación promedio
2	Desaceleración económica	2.2%	1.8%
3	Riesgos inflacionarios	4.6%	5%
4	Repunte desempleo	9.5% promedio año	9.7% promedio año
5	Riesgos tributarios	14.5% del PIB en presión tributaria	14% del PIB en presión tributaria

Fuente: elaboración Anif.

de desempleo hacia niveles promedio año del 9.5% (vs. el 9.2% que se habría observado en 2016), dada la mencionada desaceleración del PIB-real y el pronunciado ajuste del SML; y 5) los riesgos tributarios y fiscales, donde en “la fase de transición” de 2017-2018 (todavía con elevados gravámenes para las firmas bordeando el 40%-43%) se estaría atenuando el negativo efecto que habrá de producir el no incremento esperado en el recaudo de los hogares pudientes (+1.2% del PIB vs. un estimado de solo un +0.6% del PIB resultante de la Ley 1819 de 2016), ver cuadro 2.

1) Los desbalances externos

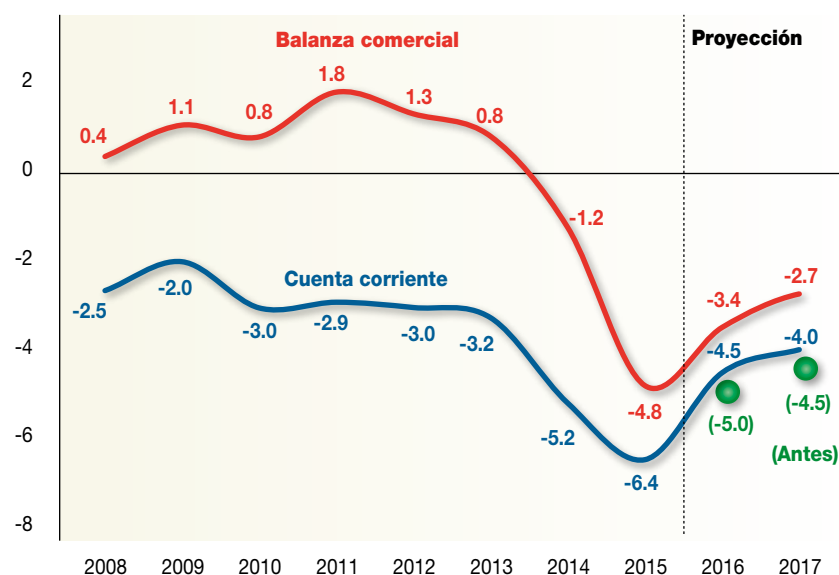
Los riesgos externos estarían encabeizando nuevamente nuestro listado en 2017, ya por quinto año consecutivo. Anif estima que los faltantes externos rondarían el equivalente al 4% del PIB en 2017 (unos US\$11.000 millones) vs. el 3% del PIB observado durante el quinquenio 2009-2013, antes del inicio de la reversión en los términos de intercambio en 2014, ver gráfico 1. Si bien ello representaría algún alivio frente al déficit externo del 4.5% del PIB estimado para 2016 (unos US\$12.600 millones), esto continúa siendo materia de preocupación para

el gobierno, el Banco de la República (BR) y los analistas (incluido Anif).

La mayor parte de dicho ajuste externo provendría de un repunte en las exportaciones tradicionales a ritmos del +20% durante 2017 (vs. -19% de 2016), dada la esperada recuperación en los precios del petróleo-Brent hacia un promedio/año de US\$56/barril

(vs. US\$44/barril observados en 2016). La sostenibilidad de esta recuperación dependerá del recorte efectivo en la producción de la OPEP por cerca de 1.2mbd. Ahora bien, los lastres estructurales en la competitividad exportadora de Colombia tan solo permitirían recuperaciones moderadas del +6% anual en las exportaciones no tradicionales

Gráfico 1. Cuenta corriente y balanza comercial (% del PIB)



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

(vs. -7% en 2016), mientras que las exportaciones totales se expandirían a tasas cercanas al +13% (en dólares) durante 2017.

Esa recuperación del precio, sin embargo, se vería mermada por la menor producción petrolera de Colombia, donde tendríamos volúmenes de unos 850.000bd en promedio/año durante 2017 (-3% anual respecto de los 880.000bd que se habrían observado en 2016). Esto obedece al colapso de la actividad exploratoria, habiéndose perforado tan solo cerca de 15 nuevos pozos durante 2016, por debajo de la meta de 35 y muy lejos de los 200 pozos/año que ha dicho la propia ANH se requieren para mantener la producción del millón de barriles. Dicho descenso volumétrico ocurriría a pesar del repunte de la inversión petrolera hacia niveles de US\$4.500 millones en 2017 (duplicando la cifra de 2016), cuyo efecto se vería más hacia 2018.

Así, el déficit comercial tan solo estaría disminuyendo del 3.5% del PIB en 2016 (US\$9.700 millones) hacia el 2.7% del PIB en 2017 (US\$7.700 millones). Ahora bien, bajo un escenario de mayor tensión externa (con precios del crudo a US\$52/barril y producción cayendo a un promedio/año de 820.000bd), el déficit comercial podría empeorar hacia un 3.2% del PIB (vs. 2.7% del escenario base) y el déficit de la cuenta corriente sería del 4.3% del PIB durante 2017 (vs. 4% de 2016).

Como resultado de lo anterior, Anif pronostica (en el escenario base) algo de moderación en las presiones de devaluación peso-dólar hacia un 5% promedio anual durante 2017 vs. el 11% observado en 2016 (implicando una TRM promedio de \$3.204 en 2017 vs. los \$3.051 de 2016). Bajo el

escenario de mayor tensión externa, dicha devaluación se elevaría hasta un 10% en promedio anual durante 2017 (consistente con una TRM promedio de \$3.356).

2) La desaceleración económica

La desaceleración económica terminó siendo más fuerte de lo pensado durante 2016, siendo ello un resultado “natural” del ajuste que producen los altos déficits externos. De hecho, el propio gobierno optó por “sincerarse” y reducir su pronóstico del 2.5% (de lo que era un 3% al inicio de 2016) a solo el 2%. El BR había hecho lo propio al recortar sus pronósticos del 2.3% hacia el 2% no solo para 2016, sino también para 2017.

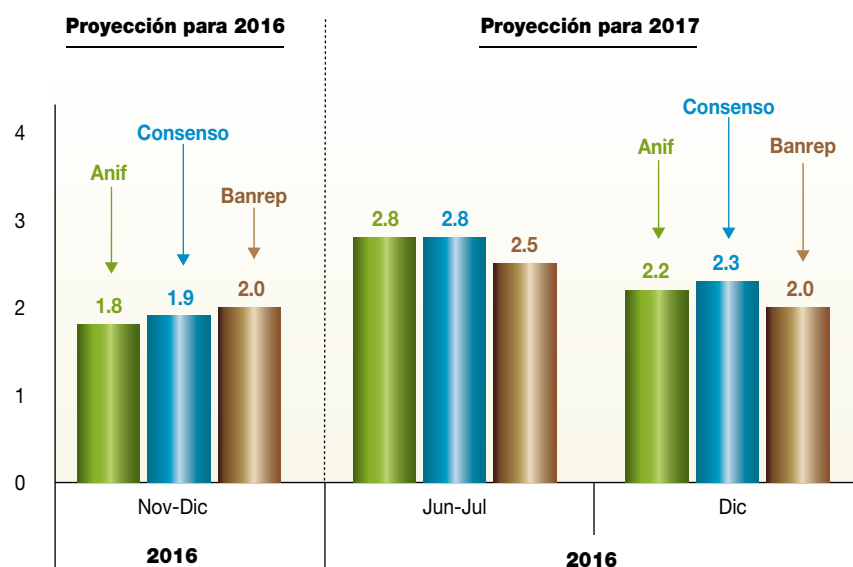
Anif, que había estado un poco más optimista que el BR, también se vio forzado a recortar su pronóstico de crecimiento del 2.2% (antes un 2.5%) hacia un 1.8% en 2016. Lo anterior ha venido con el coletazo de tener que re-

bajar también nuestra estimación hacia el 2.2% en 2017 (vs. nuestro anterior pronóstico del 2.8%), ver gráfico 2. La magnitud de ese moderado rebote dependerá de: i) los potenciales repuntes en el precio del petróleo-Brent hacia los US\$56/barril (vs. US\$44/barril de 2016), en función de la sostenibilidad del pacto de la OPEP; y ii) la aceleración de las obras civiles 4G, tras los retrasos observados durante 2016. Bajo un escenario de tensión, la expansión económica de Colombia podría deteriorarse hacia el 1.8% (vs. el 2.2% de nuestro escenario base).

3) Los riesgos inflacionarios

La inflación terminó convergiendo hacia niveles del 5.7% al cierre de 2016, después de alcanzar máximos del 9% anual al corte de julio. Dicha tendencia descendente se explicó por: i) menores presiones de demanda (ante la desaceleración económica); ii) moderaciones en las presiones cambiarias durante el segundo semestre de 2016

Gráfico 2. Proyecciones de crecimiento PIB-real (Var. anual %)

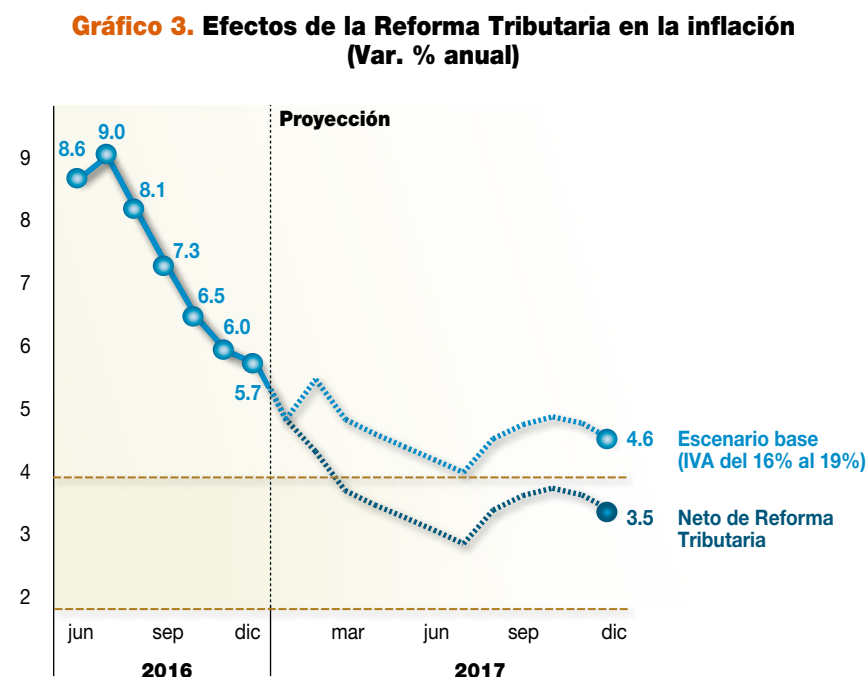


Fuentes: Latin American Consensus Forecasts, Banrep y cálculos Anif.

(promediando incluso leves apreciaciones del 0.5% frente a devaluaciones del 26% del primer semestre del año); y iii) la superación de eventos transitorios con afectación en la inflación de alimentos, como lo fueron el Fenómeno de El Niño y el paro de transportadores de junio-julio. Dicha convergencia inflacionaria, junto con el mayor espacio proveniente de la brecha del Producto negativa, llevó al BR a rebajar su tasa repo en 25pb en su última reunión de diciembre de 2016, dejándola en niveles del 7.5% (después del ciclo alcista de +325pb durante septiembre 2015-julio de 2016), anticipándose frente al recorte que esperaban Anif y otros analistas para enero de 2017.

Para 2017, Anif pronostica una inflación que estará rondando niveles del 4.6% (por debajo del 5.7% de 2016), teniendo en cuenta allí el efecto del incremento (de una sola vez) del IVA del 16% al 19% (frente al 3.5% que proyectábamos sin el efecto de la Reforma Tributaria), ver gráfico 3. La inflación básica sería del 5% en 2017, donde suponemos lo siguiente: i) la mencionada devaluación peso-dólar del 5% durante 2017 (vs. 11% en 2016); ii) incrementos en los precios de los *commodities* del +8% anual (vs. -40% de 2014-2016); y iii) presiones alcistas en los costos laborales, dado el reajuste del 7% en el SML (antes comentado). Por su parte, la inflación de alimentos continuaría convergiendo hacia valores del 3.5% en 2017 (vs. 7.2% en 2016), dada la superación del Fenómeno de El Niño, ver *EARC* No. 94 de diciembre de 2016.

Infortunadamente, todo lo anterior implica que se estaría perdiendo, por tercer año consecutivo, el rango meta (2%-4%) de largo plazo del BR. Seguramente estas presiones



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

inflacionarias disminuirían el espacio para reducciones en la tasa repo hacia -150pb durante 2017, llevándola a niveles del 6% al cierre del año (vs. el 5.5% que pronosticábamos antes de tener en cuenta el efecto del alza en el IVA). Bajo un escenario de mayor tensión externa (mayor *pass-through*) y climática (La Niña), dicha inflación podría rondar niveles hasta del 5%, reduciéndose en este caso el margen de recortes del BR a -100pb durante 2017.

4) El repunte en la tasa de desempleo

Curiosamente, el deterioro en el frente laboral durante 2016 resultó moderado en comparación con el descalabro del sector productivo, pues la tasa de desempleo nacional se ubicó en niveles del 7.5% en noviembre, llegando al 9.3% en lo corrido del año (vs. 9% un año atrás). Pero esto parece obedecer a un fenómeno de “trabajadores desalentados” de par-

ticipar laboralmente, pues la TGP se ha reducido a un promedio anual del 64.5% (vs. 64.7% un año atrás). Así, de haberse mantenido constante la TGP, el desempleo nacional estaría rondando niveles del 9.5% (por encima del mencionado 9.3%). Otra forma de constatar lo preocupante de las cifras laborales es observando que el crecimiento del empleo tan solo ascendía a ritmos del 0.7% anual en lo corrido del año a noviembre de 2016, cifra muy inferior a la expansión del 2.4% registrada (en promedio) durante 2015.

Ahora bien, si la expansión del PIB-real fuera del 2.2% en 2017, la tasa de desempleo promediaría un 9.5% en este año (+0.3pp frente al 9.2% que se habría observado en 2016). No obstante, si dicho crecimiento de la economía tan solo alcanzara un 1.8% (escenario bajo tensión), entonces la tasa de desempleo bien podría promediar hasta un 9.7% en 2017. Esto último subraya la necesidad de

implementar una reforma laboral que apuntale las reducciones en los sobrecostos laborales, ahondando en lo ganado bajo la Ley 1607 de 2012, pero las probabilidades de que esto ocurra son prácticamente nulas, dado que es el último año de Santos II.

5) Los riesgos tributarios y el deterioro fiscal

En materia fiscal, probablemente se estarán cumpliendo las metas del 3.9% del PIB en el déficit del Gobierno Central, establecidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2016 (MFMP-2016). Ello gracias al cuasi cumplimiento de las metas de presión tributaria cercanas al 14% del PIB (cerca de \$120 billones netos de devoluciones), pese a la caída del IVA externo.

Para 2017, la más reciente actualización del Plan Financiero estima un déficit fiscal del orden del 3.3% del PIB. Allí hemos venido mencionando cómo la necesidad de dar señales de mayor disciplina fiscal ha obligado al gobierno a no usar el espacio permitido por la Regla Fiscal-RF (evitando irse al 4.2% del PIB permitido por una regla que no mira las relaciones de deuda bruta ni el primario fiscal), ver *Informe Semanal* No. 1323 de julio de 2016. Llegar a cumplir dicha meta implicaría obtener una presión tributaria del 14% del PIB en 2017 (unos \$126 billones, similar a la de 2016), según el MFMP-2016. Esto luce factible gracias al esperado repunte en el precio del petróleo-Brent hacia US\$56/barril (vs. las metas oficiales de US\$42-43/barril). Aún más, dicha presión tributaria podría elevarse hacia niveles cercanos al 14.5% del PIB (neutros del efecto del ciclo económico), dados los cerca de \$6 billones (cerca de un 0.6% del

PIB) que la Reforma Tributaria (Ley 1819 de 2016) estaría arbitrando en su primer año de implementación. Recordemos que dicho Plan Financiero no incluía recursos adicionales provenientes de la Reforma Tributaria, sino que castigaba la inversión hacia niveles de apenas un 1% del PIB (vs. el histórico 1.8%).

Lo preocupante es que todo lo anterior implicaría déficits primarios cercanos al 0.2% del PIB en 2017, manteniendo la relación Deuda Pública/PIB en elevados niveles del 53% del PIB en cabeza del Consolidado Público. Por ello, Anif advertía sobre los peligros de haber cedido en la esperada tributación adicional que aportarían las personas naturales durante 2018-2022 (+1.2% del PIB, pero donde la Ley 1819 de 2016 finalmente tan solo estaría logrando un adicional del +0.6% del PIB). Dicho de otra manera, la rebaja en tributación de las empresas (-1.3%) tuvo que ser compensada parcialmente por el recaudo esperado del alza del IVA del 16% al 19%, mermando ese recaudo adicional del 1.3% del PIB a la mitad. Probablemente ello lleve a las calificadoras de riesgo a dar el

beneficio de la duda a la calificación crediticia de Colombia, logrando mantenerse dos escalones por encima del grado de inversión durante 2017-2018. Sin embargo, ello representa tan solo un compás de espera, dado el complicado entorno macrofiscal (de menor crecimiento estructural y aún con elevados déficits externos) y menor recaudo frente al esperado. Esto último estará requiriendo una nueva reforma tributaria tan pronto como en agosto de 2018, donde el nuevo gobierno deberá impulsar (nuevamente) la mayor progresividad en la tributación de las personas naturales (como lo buscaba la versión inicial del Proyecto de Ley de la Reforma Tributaria).

Bajo un escenario de mayor tensión macrofinanciera global-local, la presión tributaria podría estancarse en valores del 14% del PIB. Ello requeriría un mayor uso del espacio fiscal permitido por la RF en 2017 (llevando el déficit fiscal hacia un 3.6% del PIB vs. el 4.2% que permitía la acomodaticia RF), en cuyo caso la relación Deuda Pública/PIB estaría escalando a niveles del 54%, no muy distante del umbral Maastricht del 60%. ANIF



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

Agradecemos a todos los colombianos
la **confianza** que han depositado en nosotros.

Desde los distintos sectores económicos nos han brindado la fuerza
para seguir trabajando con *pasión* por nuestro hermoso país.



" Las mipymes contamos
con un socio estratégico que es **envía**
que nos permite llegar a lugares
muy distantes con nuestros productos,
lo que impulsa nuestro crecimiento
y permite pensar en grande "

(Cliente de Pasto)



" En **envía** encontramos el mejor aliado
para nuestro negocio, pues de la mano
logramos cumplir con las expectativas
de nuestros clientes y satisfacemos
sus necesidades "

(Cliente de Bucaramanga)



¡ Pasión por lo que hacemos !

GRUPO LOGÍSTICO **COORDINADORA**



APP MÓVIL

Solicitud de recogidas y servicios desde tu dispositivo móvil.

SOLUCIONES E-COMMERCE

Solución integral que permite a las empresas crear su propia tienda online personalizada.

MENSAJERÍA

Envíos de documentos nacionales e internacionales. Recogemos en la puerta de tu domicilio sin costo adicional.

PAQUETES Y MERCANCÍAS

Envíos nacionales e internacionales, recogemos y entregamos contra reloj. Además contamos con un casillero virtual en EEUU.

WMS

Servicio de administración de inventarios y bodegas que te permitirá tener un mayor control de la mercancía.

MASIVOS Y CONTENEDORES

Carga masiva, contenedores de importación y de exportación, desconsolidación de contenedores.

La logística
es nuestra razón de ser

Nos movemos
por el futuro de Colombia

COORDINADORA
MENSAJERÍA PAQUETES MERCANCÍAS

COORDINADORA
ENVÍOS INTERNACIONALES

COORDICEDI
IMPORTACIÓN Y DESCONSOLIDACIÓN CONTENEDORES

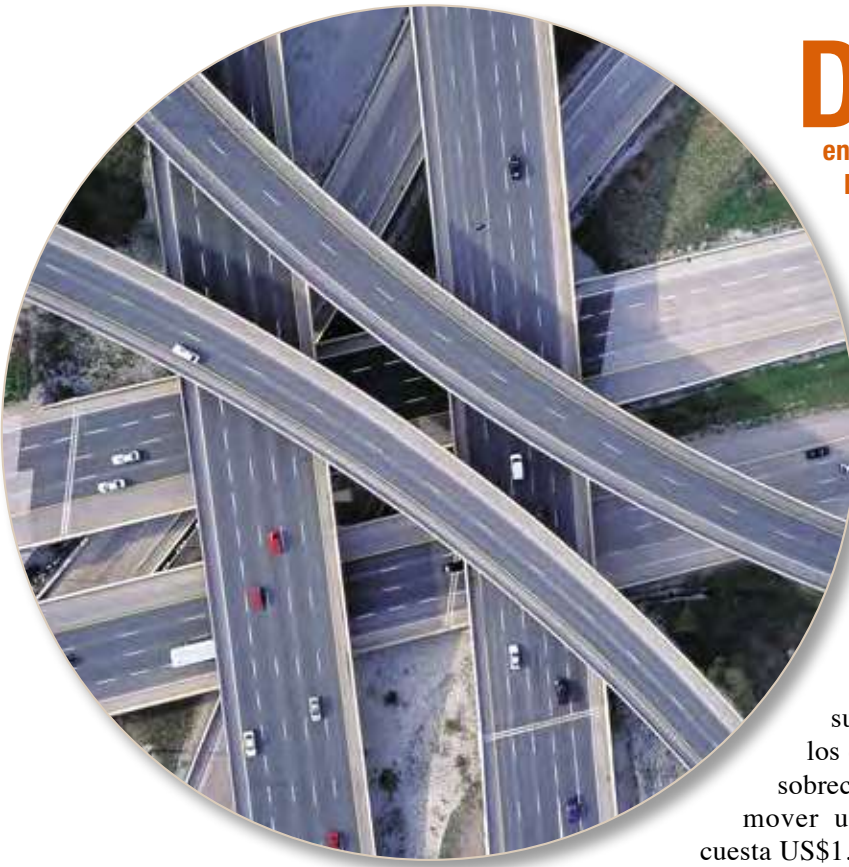
COORDINADORA USA
INTERNATIONAL LOGISTICS

COORDILOGÍSTICA
MASIVOS Y CONTENEDORES

VendesFácil
E-COMMERCE

Índice de Competitividad Vial y Logística para Colombia *

Por: Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Andrea Ríos y Ekaterina Cuéllar **



Durante la última década, Colombia aceleró la firma de tratados de libre comercio, pretendiendo insertar al país en las cadenas globales de valor y consolidar así el proceso aperturista iniciado desde 1991. Sin embargo, Colombia ha pasado a enfrentar una preocupante crisis exportadora, perdiendo el 50% de su valor durante 2013-2016.

La situación requiere acciones de emergencia para enfrentar el Costo Colombia, que es la razón estructural detrás de semejante postración exportadora (ver Anif 2016a). Allí se requieren políticas públicas eficaces para: i) disminuir los costos no salariales que elevan los costos laborales en un 49% (incluso después de la Ley 1607 de 2012 que sustituyó costos parafiscales); ii) reducir los costos energéticos; y iii) disminuir los sobrecostos de transporte, donde hoy en día mover un contenedor Bogotá-Buenaventura cuesta US\$1.710 vs. los US\$610 de los países de la

* Corresponde a una versión resumida de la investigación realizada por Anif para la Cámara Colombiana de la Infraestructura (CCI), ver documento completo en: <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-cci-icv10117.pdf>

** Director, subdirector, jefe de investigaciones macroeconómicas e investigadoras de Anif, respectivamente.

Email: sclavijo@anif.com.co

Alianza del Pacífico (AP, excluyendo Colombia), ver Anif 2016b.

Precisamente, en este último frente, el ambicioso programa 4G (requiriendo inversiones cercanas a los \$40 billones durante 2016-2022) ha sido uno de los grandes aciertos de la Administración Santos I-II. Todo este énfasis reciente en materia de infraestructura (particularmente vial) nos ha motivado a construir un Índice de Competitividad Vial y Logística (ICVL). Ello con miras a evaluar la senda histórica de dicha competitividad vial, sus mejoras recientes y los avances que cabe esperar respecto de las metas oficiales quinquenales.

Como veremos, el análisis del ICVL muestra que, a pesar de las mejoras recientes, el país ha estado “rajado” en competitividad vial durante los últimos quince años, pues el índice nunca sobrepasa puntajes de 3 (sobre 5). Dicho resultado es producto de efectos encontrados provenientes de: i) mejoras observadas en los pilares de infraestructura tecnológica y de institucionalidad; y ii) estancamientos en las calificaciones de los pilares de infraestructura física y del sistema logístico (reversando recientemente las mejoras del período 2000-2010).

Índice de Competitividad Vial y Logística (ICVL)

El ICVL consta de cuatro pilares (con ponderaciones uniformes), a saber: i) infraestructura física; ii) infraestructura tecnológica; iii) servicios logísticos; y iv) aspectos institucionales-normativos. Cada pilar consta de una serie de indicadores, los cuales hemos graduado por umbrales con el fin de calificarlos con puntajes de “bueno” (3), “regular” (2) o “malo” (1).

En la mayoría de los casos hemos graduado dichos umbrales con base en los rangos del promedio de la AP. En otros casos hemos recurrido a los datos históricos de las variables colombianas para dicha graduación con rangos de +/- una cuarta parte de la desviación estándar (d.e.). Por último, ante la naturaleza subjetiva de algunos indicadores, hemos adoptado criterios directos de evaluación.

Todos estos puntajes son normalizados en su agregación en el ICVL, obteniendo un índice cuyo puntaje de “5” denotaría la mayor competitividad (siendo “1” el puntaje de menor competitividad).

Pilar de infraestructura física

• Carreteras pavimentadas

La proporción de vías pavimentadas nacionales en Colombia ha aumentado significativamente durante la última década, pasando del 12.5% en 2005 al 18.6% en 2015. Sin embargo, ello todavía dista del 33% que se observa en el promedio de la AP.

Esta tendencia la hemos capturado mediante las calificaciones de “bueno” (3; % pavimentado > promedio AP), “regular” (2; % pavimentado en el rango $0.7 \times \text{promedio AP}$ - promedio AP) y “malo” (1; % pavimentado < $0.7 \times \text{promedio AP}$). Así, en esta variable de proporción de vías pavimentadas Colombia se ha mantenido en la calificación de “malo” (1) durante los últimos quince años, pues sus mejoras absolutas no han logrado superar el 70% de la lectura del promedio de la AP.

• Calidad de la red vial primaria

La proporción de la red vial primaria en dobles calzadas se ha duplicado en los últimos quince años, pasando del 2.8% en el año 2000 al 6.4% en 2015. Sin embargo, a pesar de dichos avances, estas lecturas aún distan del 15%-19% observado en la AP.

En esta variable adoptamos una vez más el criterio de valoración estándar de “bueno” (3; % doble calzada > promedio AP), “regular” (2; % doble calzada en el rango $0.7 \times \text{promedio AP}$ - promedio AP) y “malo” (1; % doble calzada < $0.7 \times \text{promedio AP}$). Al aplicar dichos umbrales, la calificación de Colombia en este rubro de dobles calzadas ha permanecido en el umbral de “malo” (1) durante 2000-2015, al situarse siempre por debajo del 70% del promedio de la AP.

• Inversión en infraestructura de transporte

Históricamente, Colombia ha invertido valores cercanos al 1%-1.5% del PIB en infraestructura de transporte, lo cual nos ha dejado con una precaria dotación de vías. Dicha inversión ha venido aumentando durante las Administraciones Santos I-II (2010-2016) hacia valores cercanos al 3% del PIB, lo cual ha sido suficiente para sobrepasar el promedio del 1.6% del PIB observado en la AP.

En este rubro usamos el criterio de valoración estándar de “bueno” (3; % inversión > promedio AP), “regular” (2; inversión en el rango $0.7 \times \text{promedio AP}$ - promedio AP) y “malo” (1; inversión < $0.7 \times \text{promedio AP}$). Al aplicar dichos umbrales, se observa cómo la calificación de Colombia en este frente de infraestructura

ha pasado del nivel “malo” (1) en el año 2000 a “regular” (2) en 2005, y finalmente a “bueno” (3) durante 2010-2015.

• Accidentalidad vial

Colombia presentaba elevadas tasas de mortalidad en accidentes de tránsito de 14.7 fatalidades/100.000 habitantes a la altura del año 2000 (por encima de las 9.7/100.000 habitantes de la AP). Durante 2005-2010 se observaron mejoras hacia valores de 12.5-12.9 en dicha tasa, lo cual contrastó con el deterioro hacia 14.4-14.7 observado en el promedio de la AP. En 2015 se presentaron leves correcciones al alza en la tasa de mortalidad en accidentes de tránsito en Colombia hacia 13.4/100.000 habitantes, marginalmente por encima de 13.1 observado en la AP.

Este aumento en la tasa de accidentalidad se explica por factores como el exceso de velocidad y los efectos de la embriaguez. En los últimos años, se han reconocido elementos adicionales (uso imprudente de los teléfonos celulares y falta de precaución de los motociclistas).

Dado el efecto negativo de esta variable sobre la competitividad, hemos revertido los signos de los umbrales de calificación usuales. En esta ocasión, los umbrales serían capturados por las calificaciones de “bueno” (3; tasa de mortalidad < promedio AP), “regular” (2; tasa de mortalidad en el rango promedio AP- 1.3*promedio AP) y “malo” (1; tasa de mortalidad > 1.3*promedio AP). Ello implica que Colombia se situó en la calificación de “malo” (1) en el año 2000, repuntando hacia “bueno” (3) durante 2005-2010. El deterioro reciente en la tasa de mortalidad de tránsito y la mejora de los

otros países de la AP han derivado en una reversa parcial de Colombia hacia la calificación “regular” (2) en la lectura de 2015.

• Resultado del pilar de infraestructura física

Al agregar los resultados de los indicadores del pilar de infraestructura física (con ponderaciones iguales), se observa que Colombia estuvo “rajada” en dicho frente durante el período 2000-2005 (con calificaciones de 1.7-2.9 sobre 5), debido a la baja calidad de las vías y las moderadas inversiones en infraestructura de transporte (ver cuadro 1). Sin

embargo, las mencionadas mejoras en el frente de la inversión (llegando a valores del 2.2% del PIB) y de menor accidentalidad hacia el año 2010 (12.5 muertos por cada 100.000 habitantes) le permitieron al país obtener una calificación favorable de 3.3/5 en dicho período.

En 2015 se observó nuevamente una desmejora en dicho pilar (reduciendo su calificación hacia 2.9/5). Ello se explica por el deterioro en el indicador de accidentalidad vial por cuenta del uso imprudente del teléfono celular y la falta de precaución de los motociclistas. Allí también han jugado en contra las mejoras relativas de los otros países de la AP.

Cuadro 1. Calificación del pilar de infraestructura física

Criterio	Malo (1)	Regular (2)	Bueno (3)
1a-b-c.	<70% A. Pacífico	70%-100% A. Pacífico	>100% A. Pacífico
1d.	>130% A. Pacífico	100%-130% A. Pacífico	<100% A. Pacífico

Pilar 1

Infraestructura física

	2000	2005	2010	2015
a. Carreteras pavimentadas (% del total de la red vial nacional)	1	1	1	1
b. Carreteras doble calzada (% del total de la red vial primaria)	1	1	1	1
c. Inversión en infraestructura de transporte (% del PIB)	1	2	3	3
d. Accidentalidad vial (Muertos/100.000 habitantes)	1	3	3	2
Total Pilar 1 (sobre 5)	1.7	2.9	3.3	2.9

Fuente: elaboración Anif.

Pilar de infraestructura tecnológica

• Dotación de peajes electrónicos

Históricamente, la penetración de los peajes electrónicos ha sido marginal en Colombia, contando solo con 2 durante 2000-2010. En el último quinquenio se han implementado 5 peajes electrónicos adicionales, llegando a un total de 7 peajes electrónicos actualmente. Recientemente, la Resolución 4303 de 2015 busca masificar dichos peajes electrónicos, permitiendo la adjudicación de 20 peajes electrónicos en la red de Inviás (con inversiones por \$150.000 millones en los próximos años).

En esta variable, los umbrales de graduación que hemos usado incorporan el cumplimiento de la meta de instalación de los peajes electrónicos de la mencionada Resolución. Así, hemos graduado la calificación de la siguiente manera: “bueno” (3), si la variable presenta un cumplimiento de la meta quinquenal; “regular” (2), si se logra solo la mitad del cumplimiento de dicha meta; y “malo” (1), si el número de peajes electrónicos permanece inalterado frente al quinquenio anterior. Ello ha implicado que la lectura de Colombia en este indicador fue de “malo” (1) durante 2000-2010. Dicha calificación mejoró hacia “regular” (2) en 2015, dada la instalación de 5 peajes electrónicos adicionales.

• Implementación de sistemas de inspección no intrusiva

En este frente, en Colombia se destacan los avances recientes referentes a: i) la instalación de escáneres en los principales puertos del país; y ii) la

figura de los Operadores Económicos Autorizados, exigiendo menos trámites a los operadores de comercio exterior con trayectoria probada.

Aquí hemos adoptado una calificación subjetiva. Así, se considera una calificación de “bueno” (3), si se observa una implementación efectiva-eficiente de dichos sistemas; “regular” (2); y “malo” (1), si dichos sistemas son inexistentes o de operación defectuosa. Ello implica que la calificación de Colombia fue de “malo” (1) durante el período 2000-2010, donde son bien conocidos los lastres que implicaban las inspecciones manuales de la carga por parte de la POLFA (destacándose los famosos “pinchazos” en busca de tráfico de drogas). Durante 2015-2016 dicha calificación la hemos elevado hacia “regular”

(2) dada la instalación reciente de los mencionados escáneres en los principales puertos de Colombia. Ahora bien, todavía se requieren inversiones adicionales en materia de *software* para su manejo eficiente.

• Sistemas de “georreferenciación” y monitoreo

Con esta variable se busca evaluar la masificación del acceso a sistemas descentralizados. En esta variable también debimos recurrir a criterios subjetivos de evaluación: “bueno” (3), si se observa un acceso-difusión efectivo en el uso de dichos sistemas de información; “regular” (2); y “malo” (1), si dichos sistemas son inexistentes o de operación defectuosa. Ello implica que la calificación de Colombia fue de “malo” (1) durante el período 2000-2015, donde el uso

Cuadro 2. Calificación del pilar de infraestructura tecnológica

Criterio	Malo (1)	Regular (2)	Bueno (3)
2a.	= Col (t-5)	Col (t-5) + Meta/2	Col (t-5) + Meta
2b-c.	Bajo	Medio	Alto

Pilar 2

Infraestructura tecnológica

	2000	2005	2010	2015
a. Peajes electrónicos	1	1	1	2
b. Sistemas inspección no intrusiva	1	1	1	2
c. Sistemas monitoreo del estado vial	1	1	1	1
Total Pilar 2 (sobre 5)	1.7	1.7	1.7	2.8

Fuente: elaboración Anif.

de dichos sistemas no ha logrado masificarse en el transporte de carga.

• Resultado del pilar de infraestructura tecnológica

Durante 2000-2010, este pilar obtuvo una calificación de 1.7/5, por cuenta de los malos desempeños en los tres indicadores que lo componen (ver cuadro 2). Enhorabuena, la calificación mejoró hacia 2.8/5 en 2015, gracias a los avances en la implementación de peajes electrónicos y sistemas de inspección no intrusiva. Sin embargo, dichas mejoras resultan ser aún tímidas, por lo que Colombia se mantiene “rajada” en este frente.

Pilar de servicios logísticos

• Evolución de la estructura de costos del transporte de carga

Este indicador está medido a través del Índice de Costos de Transporte de Carga por Carretera (ICTC) del Dane. Dicho ICTC siguió la tendencia decreciente de la inflación del IPC durante 2000-2005, presentándose convergencias en dichos costos de carga hacia el 5% en 2005 (vs. el 14.8% observado en 2000). Dicha variación del ICTC se mantuvo en niveles cercanos al 5% durante 2010, a pesar de la convergencia de la inflación-IPC hacia el 3.2% en dicho año (vs. 4.9% en 2005). Allí jugó la presión al alza de los combustibles (+15%), observándose precios del petróleo-Brent superiores a US\$100/barril.

Durante 2015-2016, la inflación del ICTC (2.9%) divergió nuevamente de la del IPC (con valores del 6.8%

en 2015 y del 5.7% en 2016). Allí pesaron las deflaciones en el rubro de combustibles (-8.5% anual, en línea con los menores precios del petróleo).

Esto lo hemos capturado mediante calificaciones basadas en las desviaciones de su promedio histórico, con rangos de +/- una cuarta parte de la d.e. En particular, dicho ICTC recibe calificaciones de: “bueno” (3; variación ICTC < promedio histórico - una cuarta parte de la d.e.); “regular” (2; variación ICTC en el rango promedio histórico +/- una cuarta parte de la d.e.); y “malo” (1; variación ICTC > promedio histórico + una cuarta parte de la d.e.).

Así, dicho ICTC pasó de una calificación de “malo” (1) en el año 2000 a “regular” (2) en 2005 por cuenta de la desaceleración de los costos de transporte del 14.8% al 5% durante dicho período. Ahora bien, en 2010 este indicador recibió nuevamente una calificación de “malo” (1) por el repunte de los precios del petróleo que elevó el valor de los combusti-

bles. Dicho indicador mejoró hacia niveles de “regular” (2) en 2015, donde el fin del súper ciclo de *commodities* ha contrarrestado las presiones alcistas provenientes de los insumos importados y salariales.

• Costos de los fletes

Históricamente, el costo de movilizar un contenedor en Colombia ha sido superior al requerido en la AP. En efecto, mientras que en Colombia movilizar un contenedor costaba alrededor de US\$1.760 en 2006, en el promedio de la AP era de US\$950. En 2010, los resultados fueron similares: en Colombia dicho costo se redujo levemente hacia US\$1.735 frente a US\$1.083 en la AP. Aunque en 2015 el costo de movilizar un contenedor continuó reduciéndose, alcanzando US\$1.713 en Colombia, en la AP estos costos disminuyeron aún más, llegando a US\$613 por contenedor.

Dado el efecto negativo de esta variable sobre la competitividad, hemos



usado los siguientes umbrales de calificación: “bueno” (3; costo flete < promedio AP), “regular” (2; costo flete en el rango promedio AP - 1.3*promedio AP) y “malo” (1; costo flete > 1.3*promedio AP). Con base en dichos criterios, Colombia se ha situado en la calificación de “malo” (1) durante el período 2005-2015, dadas las mencionadas brechas de costos en movilización.

• Tiempo requerido para exportar-importar

Colombia ha logrado algunas mejoras relativas en este indicador, pasando de los 41 días requeridos para exportar en el año 2005 (vs. 24 requeridos en la AP) a 14 días en 2010 (vs. 20 en la AP). Infortunadamente, las mejoras en dicho indicador fueron de menor magnitud durante 2010-2015, reduciéndose hacia los 9 días (sobrepasando ahora la lectura de solo 4 días requeridos en la AP).

Esta variable la hemos graduado con las siguientes calificaciones: “bueno” (3; tiempo requerido < promedio AP), “regular” (2; tiempo requerido en el rango promedio AP - 1.3*promedio AP) y “malo” (1; tiempo requerido > 1.3*promedio AP). Lo anterior implica que la calificación de Colombia mejoró de “malo” (1) en 2005 a “bueno” (3) en 2010. Infortunadamente, dicha calificación retornó a “malo” (1) en la medición de 2015, dada la mencionada mejora relativa de la AP.

• Índice de Calidad del Desempeño Logístico

En este frente, utilizamos el subindicador de “calidad” del Índice de

Desempeño Logístico del Banco Mundial (*ranking*). Allí se observa cómo Colombia registró mejoras importantes durante el período 2005-2010, pasando del puesto 86 (entre 150 países) al 61 (entre 155 países), acercándose al promedio de 54 observado en la AP en ese entonces. Infortunadamente, la mala percepción de los servicios logísticos ha revertido dichas ganancias, dejando a Colombia en el puesto 81 (entre 160 países) en 2015-2016, muy por encima de lo observado en nuestros pares de la AP (México-48, Chile-56 y Perú-64).

En este frente logístico, adoptamos la siguiente medición de calificaciones: “bueno” (3; *ranking* índice logístico < promedio AP), “regular” (2; *ranking* índice logístico en el rango promedio AP - 1.3*promedio AP) y “malo” (1; *ranking* índice logístico > 1.3*promedio AP). Ello implica que la calificación de Colombia mejoró de “malo” (1) en 2005 a “regular” (2) en 2010, en línea con la mejor posición en el *ranking* del índice logístico durante dicho período. Infortunadamente, dicho indicador retornó a “malo” (1) en 2015, dada la mejora relativa observada en la AP.

Cuadro 3. Calificación del pilar de servicios logísticos

Criterio	Malo (1)	Regular (2)	Bueno (3)
3a.	>Col + DE/4	Col +/- DE/4	<Col - DE/4
3b-c-d.	>130% A. Pacífico	100%-130% A. Pacífico	<100% A. Pacífico
3e.	Bajo	Medio	Alto

Pilar 3

Servicios logísticos

	2000	2005	2010	2015
a. Costos del transporte de carga (Dane)	1	2	1	2
b. Costos fletes (Doing Business) Exportaciones e importaciones)	ND	1	1	1
c. Tiempo para exportar-importar (Doing Business) (Días)	ND	1	3	1
d. Calidad de servicios logísticos (Banco Mundial)	ND	1	2	1
e. Plataformas logísticas	1	1	1	1
Total Pilar 3 (sobre 5)	1.7	2.0	2.7	2.0

Fuente: elaboración Anif.

• Disponibilidad y acceso a plataformas logísticas

Por la naturaleza de la variable, adoptamos una calificación subjetiva, para lo cual nos hemos apoyado en los planes del DNP. Así, se considera una calificación de “bueno” (3) si se observa una implementación efectiva de las plataformas; “regular” (2); y “malo” (1), si dichas plataformas son escasas-inexistentes.

Si bien desde 2008 se realizó la formulación de un Sistema Nacional de Plataformas Logísticas en Colombia, no se han logrado mejoras sustantivas en este frente. Los avances se han limitado a los estudios de prefactibilidad para cuatro plataformas logísticas, pero ninguna ha entrado en funcionamiento. Lo anterior nos deja con una calificación de “malo” (1) durante todo el período 2000-2015, dada la baja-nula implementación de las plataformas logísticas.

• Resultado del pilar de servicios logísticos

El análisis de los indicadores del pilar logístico indica mejoras persistentes en dicho pilar durante 2000-2010, pasando su calificación agregada de 1.7/5 a 2.7/5 durante dicho período (ver cuadro 3). Allí las mejoras en los indicadores de tiempo para exportar-importar y de calidad de los servicios logísticos contrarrestaron los lastres permanentes de los elevados costos de fletes y la ausencia de plataformas logísticas. Infortunadamente, los efectos de dichos lastres han confluído con nuestro deterioro relativo, donde nuestros competidores de la AP han mejorado más rápido en el tiempo requerido para exportar-importar y en la calidad de los servicios logís-

ticos en la medición más reciente. Ello redujo la calificación general del pilar de servicios logísticos hacia 2/5 en 2015.

Pilar de institucionalidad

• Ejecución presupuestal del sector transporte

La Administración Santos se tomó buena parte de su primer mandato arreglando la institucionalidad del sector transporte. Ello ha permitido incrementar la ejecución de este sector hacia niveles cercanos al 87% durante 2011-2015 (vs. el 82% observado en el cuatrienio anterior).



Toda esta tendencia la hemos capturado mediante calificaciones con base en su promedio histórico. En particular, dicha ejecución presupuestal del sector transporte recibiría calificaciones de: “bueno” (3; % ejecución > promedio histórico); “regular” (2; % ejecución en el rango promedio histórico - 0.7*promedio histórico); y “malo” (1; % ejecución < 0.7*promedio histórico).

Lo anterior implica que la ejecución del sector transporte en Colombia

pasó de una calificación de “malo” (1) en 2000 a “regular” (2) en 2005-2010, e incluso llegó a “bueno” (3) en la medición de 2015. Estos recientes avances son consistentes con el incremento de la inversión pública en la infraestructura de transporte hacia niveles cercanos al 1.2% del PIB.

• Duplicidad de funciones en las entidades del sector transporte

A pesar de las mejoras institucionales de la Administración Santos, el sector de transporte en Colombia se ha caracterizado por tener una alta duplicidad de funciones en sus diferentes entidades. Hemos tratado de capturar esta problemática con una variable de calificación subjetiva, con miras a evaluar el

esfuerzo de depuración de funciones que se ha planteado el DNP en sus metas quinquenales. Por ello, dicha variable tendría una calificación histórica de “malo” (1, alta duplicidad de funciones) durante 2000-2015, aunque es de destacar el diagnóstico y el plan de trabajo que ha propuesto el DNP en este frente. De lograrse implementar dicho plan a cinco años vista, dicha calificación sería susceptible de mejorar hacia “regular” (2) o incluso “bueno” (3) en ese entonces.

• Avances normativos

Finalmente, incluimos una variable para capturar los recientes avances en materia normativa, la cual ha sido copiosa durante la Administración Santos I-II. Allí cabe destacar (entre otros): la Ley de APPs (1508 de 2012), la Ley de Infraestructura (1682 de 2013), la creación de la ANI y la FDN (Decretos 4165 y 4174 de 2011), y el reciente Estatuto Aduanero (Decreto 390 de 2016), ver Anif 2013.

En este frente, implementamos criterios de evaluación propios de la siguiente manera: “bueno” (3), si en el período de análisis se observaron avances normativos significativos y

de calidad; “regular” (2), si dichos avances fueron moderados; y “malo” (1), si los avances normativos fueron deficientes-inexistentes. Según dicho ordenamiento, los avances normativos en Colombia habrían tenido una calificación de “malo” (1) durante 2000-2010, evidenciados en los problemas de las obras de infraestructura de las tres primeras generaciones de concesiones. Dicha calificación mejoró hacia “regular” (2) durante 2010-2015, en línea con los avances regulatorios mencionados. Nótese cómo a pesar de los avances recientes, todavía quedan temas normativos por solucionar (consultas con las comunidades, entre otros), razón por la cual no otorgamos la calificación de “bueno” (3), ver Perry 2016.

• Resultado del pilar de institucionalidad

Al agregar los resultados del pilar de institucionalidad, se observa que Colombia ha logrado avances sistemáticos en este frente durante los últimos quince años, pasando de calificaciones de 1.7/5 en el año 2000 hacia 3.3/5 en 2015 (ver cuadro 4). Nótese cómo ello implica que este pilar institucional es el único donde la competitividad vial va “pasando la materia”. Allí las mayores ejecuciones presupuestales del sector y los logros en el frente normativo han podido contrarrestar los lastres persistentes en materia de duplicidad de funciones. No obstante, en este último frente hay muchas tareas por realizar, pues el indicador de duplicidad mantiene una calificación mínima en todo el período 2000-2015.

Cuadro 4. Calificación del pilar de institucionalidad

Criterio	Malo (1)	Regular (2)	Bueno (3)
4a.	<70% Col	70%-100% Col	>100% Col
4b.	Alto	Medio	Bajo
4c.	Ninguno	Moderado	Significativo

Pilar 4

Institucionalidad

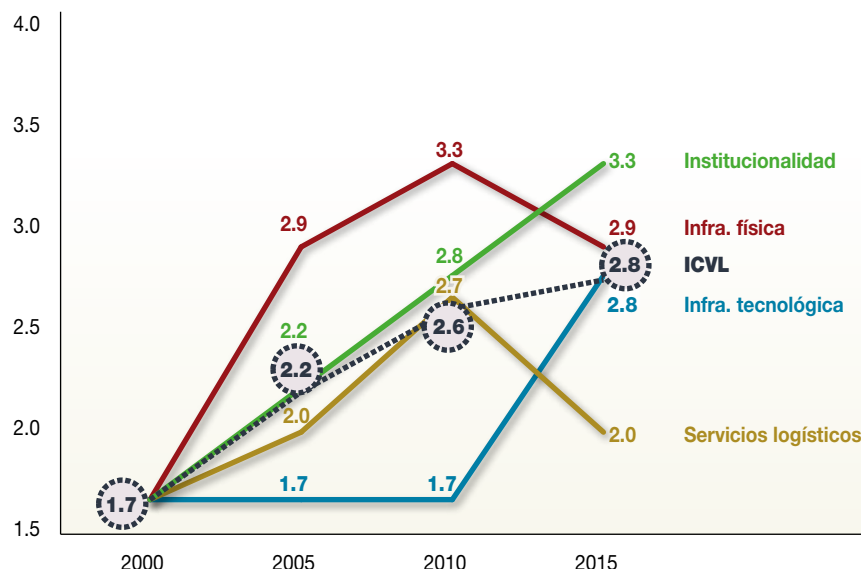
	2000	2005	2010	2015
a. Ejecución presupuestal sector transporte	1	2	2	3
b. Duplicidad funciones sector transporte	1	1	1	1
c. Avances normativos	1	1	2	2
Total Pilar 4 (sobre 5)	1.7	2.2	2.8	3.3

Fuente: elaboración Anif.

Resultados agregados del ICVL (a manera de conclusión)

Al agregar los resultados de los cuatro pilares que componen el ICVL, se observa que Colombia ha estado “rajada” en materia de competitividad vial y logística durante los últimos quince años, pues el ICVL nunca sobrepasa puntajes de 3 (sobre 5), ver gráfico 1. Sin embargo, cabe resaltar que se evidencia una tendencia ascendente en la calificación, pasando de 1.7/5 en el año 2000 a 2.8/5 en 2015. Allí han resultado clave las mejoras observadas en los pilares de infraestructura tecnológica (cuya calificación pasó de 1.7 a 2.8 en el período 2000-2015) y de institucionalidad (cuya calificación pasó de 1.7 a 3.3), siendo este último el pilar de mejor desempeño. En el primer caso, vimos cómo se han logrado algunas mejoras en la implementación de peajes electrónicos y sistemas de

Gráfico 1. Índice de Competitividad Vial y Logística - ICVL
(Mínimo 1; máximo 5)



Fuente: elaboración Anif.

inspección no intrusiva. En el segundo caso, las mejoras se han dado gracias a la mayor ejecución presupuestal y los avances normativos.

Por su parte, los pilares de infraestructura física y de servicios logísticos registraron mejoras durante el período

2000-2010, alcanzando calificaciones de 3.3/5 en el primer caso y de 2.7/5 en el segundo. Sin embargo, dichas ganancias se reversaron en el último quinquenio, llevando las calificaciones de los pilares nuevamente hacia las observadas en 2005 (2.9 en el pilar de infraestructura física y 2 en el pilar de

servicios logísticos). Allí pesaron los efectos provenientes de: i) el deterioro de la accidentalidad vial; y ii) el rezago del país en términos de tiempos para exportar-importar y la calidad de los servicios logísticos frente a nuestros pares de la AP. En ambos casos, se ha dado recientemente un deterioro “relativo”, pues nuestros pares de la AP han tenido mejoras mucho más rápidas que nosotros en el período 2010-2015.

Todo ello subraya la necesidad de redoblar esfuerzos en estos frentes de competitividad vial, con el fin de reducir el mencionado Costo Colombia. Ello vendría a sumarse al reciente avance en competitividad empresarial logrado con la reducción en la tributación a las firmas, según lo aprobado por la Ley 1819 de 2016. Infortunadamente, la reducción hacia tasas de Importancia empresarial hacia el 33% (vs. 40% actualmente) solo ocurriría hasta el año 2019, después de un “costoso” período de transición, dada la incapacidad de haber arbitrado recaudos significativos de las personas naturales (ver Anif 2017).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2013), “Recomendaciones de la Comisión de Infraestructura: ¿cuándo se implementarán?”, *Informe Semanal* No. 1160 de febrero de 2013.
- Anif (2016a), “La crisis exportadora de Colombia 2013-2016”, *Informe Semanal* No. 1322 de julio de 2016.
- Anif (2016b), “¿Qué progresos muestra el Índice de Competitividad de Colombia?”, *Informe Semanal* No. 1313 de mayo de 2016.
- Anif (2017), “¿En qué quedó la Reforma Tributaria Estructural (Ley 1819 de 2016)?”, *Informe Semanal* No. 1347 de enero de 2017.
- Perry G. (2016), “La prueba ácida: ¿funcionaron los ajustes institucionales del sector?”, trabajo presentado en el XIII Congreso Nacional de Infraestructura de la CCI en Cartagena, noviembre de 2016.



¿Final del ciclo de tasas bajas en el mundo?

Riesgos y consideraciones para Colombia

Por: Javier Dorich Doig y Camilo Pérez Álvarez *

Durante los últimos 40 años, las tasas de interés en el mundo mostraron una clara tendencia de largo plazo a la baja. Esta dinámica puede explicarse por factores demográficos, como el menor crecimiento poblacional, el agotamiento del dividendo por la migración del campo a las ciudades, así como la mayor participación de la mujer en el mercado laboral. Asimismo, puede explicarse por factores económicos como un menor crecimiento de la productividad y una gradual sustitución entre inversión y ahorro, así como el control de la inflación y sus expectativas.

Esta tendencia de tasas a la baja se intensificó desde 2008, tras la crisis financiera internacional, que llevó a la Reserva Federal (Fed) y otros bancos centrales en el mundo a recortar sus tasas de interés a mínimos históricos e inyectar liquidez en los mercados a través de flexibilizaciones cuantitativas. Esta abundante liquidez contribuyó también a la valorización de los títulos de renta fija a lo largo del mundo, siendo los mercados emergentes

(incluyendo a América Latina y Colombia) beneficiarios de esta coyuntura.

Hoy, casi diez años después del inicio de un ciclo expansivo inédito de política monetaria en el mundo, y con vientos de cambio en las tendencias políticas en las economías avanzadas (por ejemplo: discurso proteccionista), las voces que advierten sobre el final de este ciclo de tasas bajas son cada vez más fuertes.

En este contexto, ¿estamos realmente en un punto de inflexión en la dirección de las tasas de interés en el

* Los autores son en su orden: Gerente de Análisis de Mercados Banco de Bogotá y Gerente de Investigaciones Económicas Banco de Bogotá. Los e-mail de contacto son: jdorich@bancodebogota.com.co y cperez3@bancodebogota.com.co, respectivamente.



“EL BANCO AGRARIO ESTÁ
EN MI CASA,
EN MI COSECHA
Y EN TODO EL PAÍS”

GERARDO GARCÍA / AGRICULTOR



En el Banco Agrario de Colombia estamos comprometidos con brindar más oportunidades de progreso a los productores del país, por eso llegamos a donde otros bancos no han llegado.

Línea Gratuita Nacional 018000 915000 • Bogotá (1) 594 8500

Síguenos en   bancoagrario

 MINAGRICULTURA

Colombia
Siempra

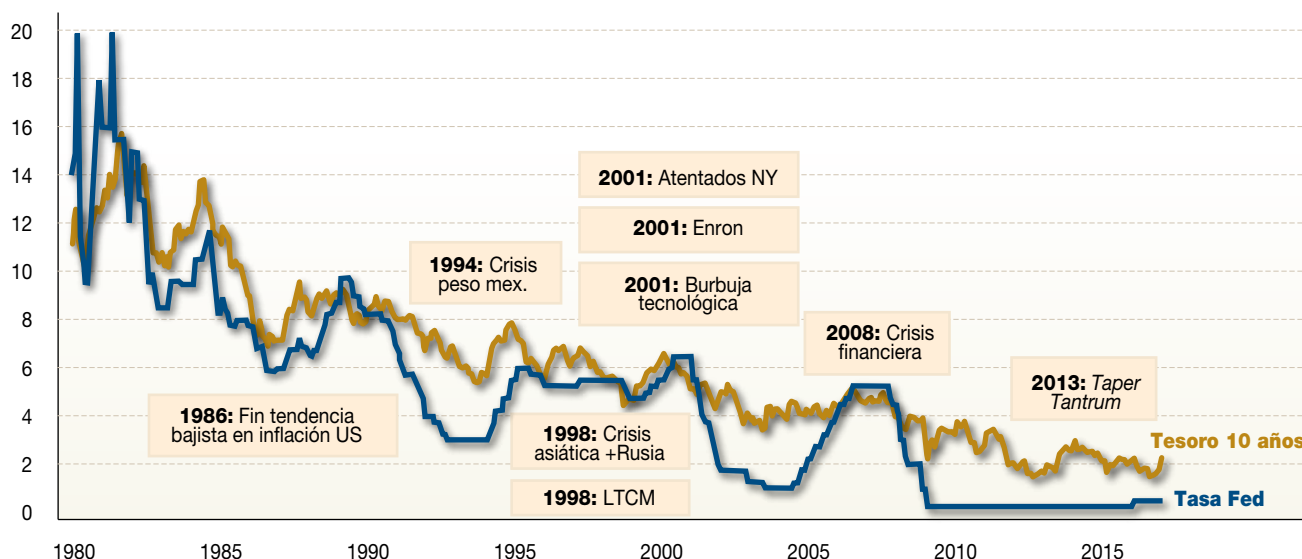
 TODOS POR UN
NUEVO PAÍS
PAZ EQUIDAD EDUCACIÓN



Banco Agrario
de Colombia

Hay más campo
para todos

Gráfico 1. Tesoro a 10 años y tasa Reserva Federal (%)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá.

mundo? ¿Cuáles son los riesgos que podría catalizar este cambio de rumbo en las tasas a nivel global? ¿Qué repercusiones tendrían estos eventos en los mercados emergentes? Y en el entorno local ¿qué factores idiosincráticos podrían llevar a mayores tasas de interés, incluso en un escenario de baja volatilidad en el resto del mundo?

Factores de riesgo que podrían incidir sobre la curva de rendimiento en dólares

La curva de los Tesoros de Estados Unidos es de la mayor relevancia para el resto de mercados en el mundo, en particular para los mercados emergentes cuyas curvas de rendimiento dependen en buena medida del nivel de las tasas en Estados Unidos, punto de partida a partir del cual se determinan el riesgo relativo y el costo de financiamiento para el resto de gobiernos y empresas.

En los últimos años, uno de los episodios que dejó en evidencia esta relación de *benchmark* (punto de referencia) de los Tesoros con el resto de mercados se dio en el año 2013. El anuncio de *tapering* por parte de la Fed llevó a un incremento en la tasa de los Tesoros a 10 años, que pasó del 1.63% a inicios de mayo al 2.99% (+136pb) tan solo cuatro meses después, en septiembre. En este mismo período, los bonos soberanos colombianos en dólares (Yankees) con vencimiento en marzo de 2023 aumentaron 198pb en tasa, pasando del 2.57% al 4.55%.

Otro episodio relevante a tener en cuenta se produjo entre noviembre y diciembre de 2016, tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos y en un entorno donde la Reserva Federal incrementó su tasa de referencia en 25pb a mediados de diciembre. En este contexto, los Tesoros a 10 años aumentaron 82pb en poco más de un mes, tocando un techo del 2.60%, algo no visto desde el segundo semestre de 2014. Al igual que en 2013, la trans-

misión hacia las tasas de mercados emergentes no se hizo esperar. Por ejemplo, el índice de renta fija BEM calculado por Bloomberg y que agrupa a emisores soberanos y corporativos de mercados emergentes tuvo un aumento en *yield* de 60pb, recogiendo en cerca del 75% el aumento en la tasa de los Tesoros.

Planteados estos antecedentes, el siguiente análisis debe ser de carácter prospectivo: ¿qué podría hacer que suban las tasas de corto y largo plazo en Estados Unidos? ¿Qué tan probable es que estos eventos se materialicen y hasta qué punto están descontados ya en los precios de los activos?

Parte corta: la Reserva Federal y sus determinantes

En la parte corta de la curva, la expectativa de política monetaria prima sobre otros factores a tener en consi-

deración. Al respecto, las diferentes fuentes de información (consenso de analistas, futuros de tasa Fed, así como las proyecciones del Comité de Política Monetaria – FOMC) apuntan a que durante 2017 la Reserva Federal incrementaría su tasa de interés en dos o tres oportunidades, llevándola al menos a un rango entre el 1.00% y el 1.25%. Mayores aumentos en la tasa de interés durante 2017 incidirían en mayores tasas en la parte más corta de la curva de rendimiento (2-3 años), altamente sensible a la política monetaria. Al respecto, a mediados de febrero, la probabilidad que el mercado asignaba a cuatro o más aumentos de tasa durante 2017 era inferior al 20%; es decir, si bien no es el escenario base para los inversionistas, no es tampoco un evento de cola que pueda descartarse.

¿Por qué la Reserva Federal alteraría de manera considerable lo que ha venido haciendo durante los últimos

dos años; es decir, aumentar su tasa de interés a un ritmo de 25pb por año? Las consideraciones al respecto son diversas, pero podrían resumirse en factores de actividad y de inflación.

En cuanto a la actividad, los datos más recientes sugieren una aceleración del PIB y particularmente de la demanda interna en Estados Unidos. Entre estos datos se destacan: un buen resultado de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2016 (1.9% anualizado); buenos datos en generación de empleo (nóminas no agrícolas muestran un promedio móvil de tres meses de 183.000, muy por encima de los 100.000 que la Fed considera como saludables para el mercado laboral); sólidas cifras en ventas minoristas y órdenes de bienes durables; niveles elevados en confianza del consumidor y de los empresarios, entre otros.

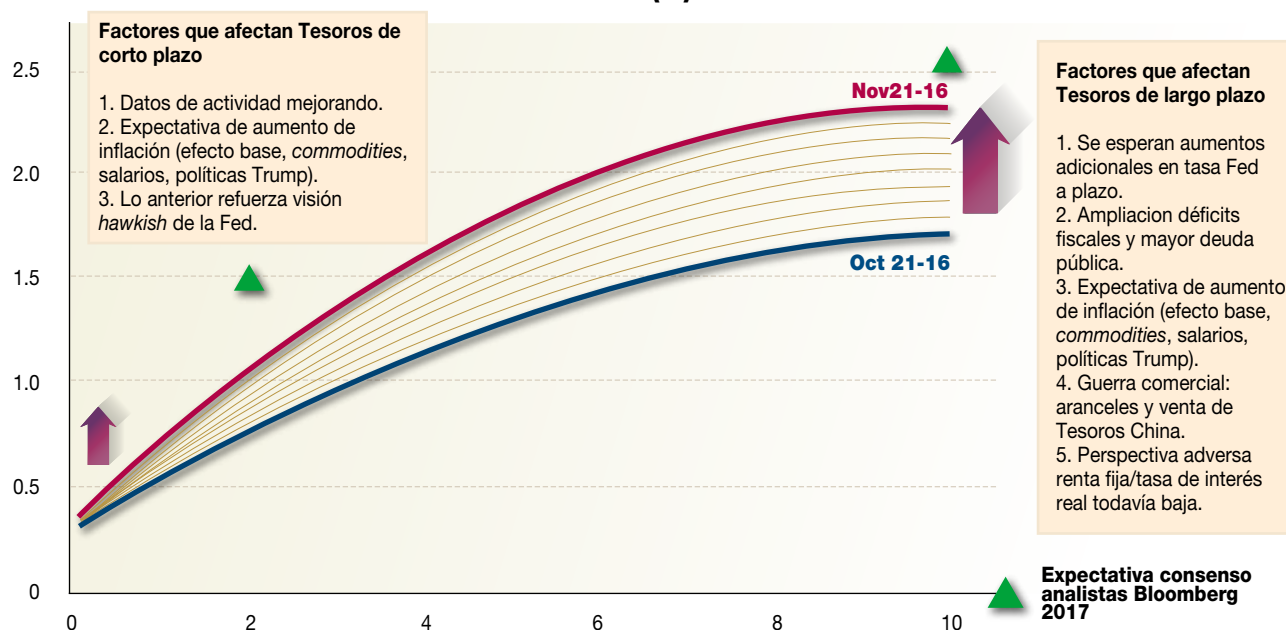
Más aún, se espera que en 2017 el crecimiento de Estados Unidos se

acelere, de la mano de una política fiscal más expansiva, y un consumo y una inversión más robustas. A mediados de febrero, la expectativa de crecimiento para Estados Unidos, según el consenso de Bloomberg, se ubicaba en un 2.3%, 0.2pp por encima de la expectativa que se tenía en noviembre de 2016. Por otro lado, para 2018 podría darse una aceleración adicional, dependiendo del impulso de política fiscal que se materialice vía menores impuestos y mayor gasto público.

Si efectivamente la actividad muestra señales de crecer por encima del PIB potencial de manera sostenida (los cálculos oficiales apuntan a un crecimiento de largo plazo entre un 1.5% y un 2.0%), la Reserva Federal se vería forzada a incrementar su tasa de interés de manera más agresiva.

Pero no son solo las consideraciones de actividad las que la Fed tendría en

Gráfico 2. Curva de Tesoros y factores que presionan las tasas al alza (%)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá.

cuenta. La Reserva Federal tiene un mandato dual, donde el control de la inflación es el otro componente clave. Al respecto, cabe señalar que la inflación en Estados Unidos (medida a través del índice PCE, el preferido por la Fed) lleva cerca de cinco años por debajo del 2%.

Sin embargo, esta situación podría cambiar en 2017 por diversos motivos. En primer lugar, la inflación total viene aumentando sostenidamente desde mediados de 2016, pasando del 0.8% anual en julio de 2016 hasta el 2.5% en enero de 2017. Debido a los bajos precios de las materias primas durante la primera mitad de 2016, es muy probable que la inflación continúe aumentando en los próximos meses, lo que podría perjudicar las expectativas de inflación en el resto de sectores de la economía.

Además, incluso si se extraen los componentes más volátiles de la inflación como alimentos y gasolina, las medidas de inflación básica (más asociadas con potenciales presiones de demanda) muestran también incrementos en los últimos trimestres. Este indicador se ubica en un 2.3% en términos anuales al cierre de enero de 2017, y el mercado muestra una preocupación creciente porque este indicador continúe incrementándose en los próximos meses.

Otro indicador a tener en cuenta es la variación de los salarios, que refleja las presiones en el mercado laboral. Al respecto, si bien en enero los salarios tuvieron un descanso con una variación anual del 2.5% (venían del 2.9% al cierre de 2016), es claro que con una tasa de desempleo en menos del 5% las presiones salariales podrían sentirse con mayor fuerza en 2017.

A esto hay que agregar las diferentes políticas que podría adoptar Estados Unidos con la nueva administración que inicia en 2017. Medidas proteccionistas que favorezcan a la industria local podrían perjudicar al consumidor, a través de mayores precios de los productos donde se impongan restricciones comerciales. Adicionalmente, el mercado laboral también podría enfrentar presiones adicionales si se imponen restricciones migratorias, en particular si se afecta la oferta de mano de obra en el país.

Parte larga: consideraciones fiscales y geopolíticas

Es claro que, si la parte corta de la curva enfrenta presiones al alza, la parte larga debería responder en cierta medida a estos movimientos, dada la expectativa de largo plazo de tasas de interés. Al respecto, podría darse el caso de que la tasa de interés real de equilibrio de Estados Unidos aumente (por ejemplo, por un rebote en el crecimiento de la productividad), o que las expectativas de inflación de más largo plazo tengan un incremento estructural. Cualquiera de estos dos factores podría redundar en una tasa neutral de la Fed más alta de lo que la entidad o el mercado estiman en la actualidad (en diciembre de 2016, la Fed estimaba esta tasa en un 3%, que podría descomponerse intuitivamente en un 2% de inflación y un 1% de tasa de interés real).

En todo caso, la parte larga de la curva de rendimiento responde también a otros factores, como por ejemplo a consideraciones de tipo fiscal y de carácter geopolítico.

Al respecto, las políticas del nuevo gobierno de Estados Unidos deberían

llevar a un incremento en los niveles de déficit fiscal y deuda pública como porcentaje del PIB. Si bien estas políticas no necesariamente deberían llevar a mayores tasas de los Tesoros en el muy corto plazo, en períodos más largos podrían implicar un deterioro de la calidad crediticia del país como emisor, y por tanto un eventual recorte en el *rating* por parte de las agencias calificadoras (cabe recordar que, en 2011, la agencia Standard & Poor's recortó la calificación de Estados Unidos, llevándola de AAA a AA+).

Otro tema a tener en consideración es la posibilidad de una guerra comercial entre Estados Unidos y China. En este escenario, una posible retaliación del gigante asiático podría ser la venta de parte de sus tenencias de Tesoros de Estados Unidos (al cierre de 2016, China tenía al menos US\$1 billón en Tesoros; esta posición podría ser incluso mayor dadas las tenencias no reportadas a través de fondos *offshore*).

Aterrizando en Colombia

Como se mencionó anteriormente, el entorno internacional es desafiante y definitivamente no favorece el comportamiento de las tasas de interés locales. El deterioro en la situación fiscal de Estados Unidos, si se cumplen los planteamientos de la nueva administración, presionaría al alza las tasas de los Tesoros, referente también de la deuda colombiana. Adicionalmente, los riesgos en el frente geopolítico podrían también generar repuntes en las tasas de interés globales, que a su vez impactarían en mayor o menor medida las tasas locales. Múltiples elecciones alrededor del mundo son el siguiente escalón en el complejo escenario geopolítico.

Tasas de corto plazo determinadas más por lo local

Aunque el ciclo de política monetaria global sigue siendo dominado por la Fed de Estados Unidos, otras economías relevantes como la Zona Euro y Japón mantienen una senda expansiva de la misma, con varios programas de ampliación de liquidez y tasas de interés mínimas. Entre las economías emergentes las tendencias son mixtas y América Latina no es la excepción, aunque se identifica un leve sesgo a la baja en las tasas de interés. En Chile, pero sobre todo en Brasil, sus bancos centrales han venido implementando una política monetaria más expansiva. En Perú el camino ha sido la estabilidad de la tasa, mientras que en México un fuerte choque de inflación de combustibles y los riesgos que genera la nueva administración en Estados Unidos han impulsado a su banco central a actuar con mayores tasas de interés.

En Colombia, el ciclo de relajación monetaria comenzó en diciembre, pero fue interrumpido en enero como consecuencia del repunte de las expectativas de inflación. Ante la posibilidad del incumplimiento de la meta de inflación por tercer año consecutivo, el Banco de la República prefirió mantener su tasa de interés estable, buscando recuperar credibilidad y encaminar las expectativas hacia el rango-meta. Además, los riesgos de indexación y de transmisión de la devaluación a la inflación de transables siguen latentes. Por el lado de indexación, rubros como los arriendos, con una alta ponderación dentro de la canasta de consumo, están totalmente atados a la inflación pasada, como también sucede con otros servicios

como salud y educación. Por el lado de la transmisión de la devaluación a la inflación de transables, en la medida en que los riesgos globales sean mayores, asimismo se acentúa la posibilidad de una devaluación más marcada. Esto a pesar del ajuste de las cuentas externas, que en todo caso siguen dejando vulnerable a la tasa de cambio con un faltante en la cuenta corriente del orden del -4.5% del PIB.

Adicionalmente, el aumento del IVA del 16% al 19% en la Reforma Tributaria recientemente implementada incidirá adversamente sobre los precios, con un impacto estimado por el consenso de analistas de 0.7pp sobre la inflación total y con una mayor incidencia a comienzos del año (80% de la magnitud total del impacto entre enero y febrero).

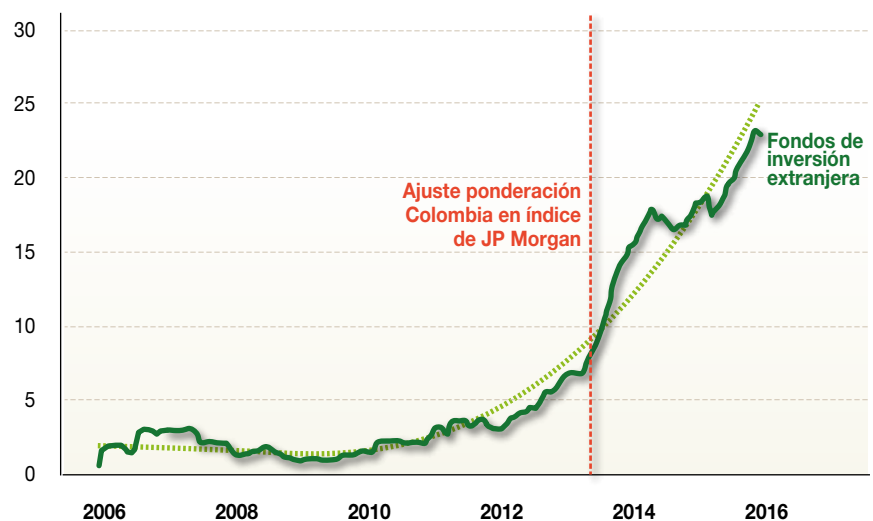
De esta forma, si bien el Banco Central tiene claridad sobre los riesgos bajistas que pesan sobre la actividad económica, su compromiso con la inflación objetivo y su foco de

controlar las expectativas probablemente lo llevarán a implementar un ciclo de política monetaria en el que los movimientos intermitentes de tasa de interés sean el camino y, por ende, la duración del ciclo sea más extensa. Hasta ahora el consenso de analistas y el mercado siguen previendo recortes adicionales de tasa de interés hasta un nivel del 6.00%-6.50%.

Inversionistas del exterior: beneficio y riesgo

Desde 2014 la participación de los inversionistas extranjeros de portafolio en el mercado local ha aumentado de manera notoria. La reducción del impuesto cargado a los extranjeros sobre la utilidad de sus inversiones de portafolio del 33% al 14% (a partir de 2013) propició que JP Morgan incrementara la participación de Colombia en sus índices de deuda emergente en moneda local, dando paso a una llegada masiva de inversionistas extranjeros al

Gráfico 3. Participación de inversión extranjera de portafolio en TES (%)



Fuente: MinHacienda. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá.

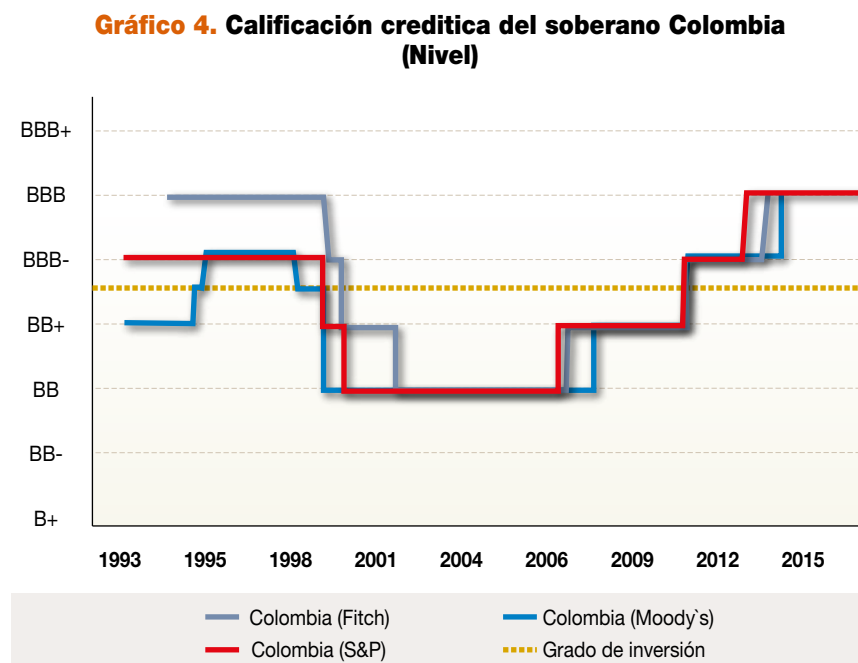
mercado de renta fija, en particular de TES. Aunque los flujos se han mantenido abundantes, habiendo alcanzado \$58 billones y una participación del 25% del total emitido, es difícil que en el futuro la afluencia de recursos se mantenga al mismo ritmo. Otro es el factor del plazo al cual están invertidos los agentes extranjeros, concentrándose su tenencia en la parte larga de las referencias en tasa fija. En efecto, los inversionistas extranjeros participan con alrededor del 40% de los TES tasa fija de mayor plazo y solo un 15% en los de menor duración.

De otro lado, las dificultades de otras economías emergentes por múltiples factores idiosincráticos, en momentos en que Colombia luce relativamente atractiva, intensifica la posibilidad de migración de esos mercados al local.

Sin embargo, más allá del beneficio que representa la participación de los extranjeros en el mercado local, abaratando el costo de financiamiento (menores tasas), la contrapartida es un mayor riesgo en momentos de estrés, ante la posible salida de estos. Por lo pronto los inversionistas del exterior seguirán beneficiando las tasas locales, pero los eventos de riesgo internacionales podrían limitar estos flujos.

Situación fiscal y calificación crediticia

Habiéndose aprobado la Reforma Tributaria para mejorar las finanzas públicas y compensar la relevante caída de ingresos fiscales por los menores precios del petróleo, uno de los riesgos alcistas para las tasas se modera, pero no desaparece. En efecto, las calificadoras de riesgo crediticio así lo han señalado. Aunque en el corto



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas Banco de Bogotá.

plazo las finanzas públicas lucen algo más sostenibles, la débil dinámica de crecimiento de la actividad económica y un todavía bajo recaudo tributario con relación al PIB dejan al país con el riesgo de una nueva reforma tributaria en los próximos años.

De otro lado, mientras que el precio del petróleo se mantenga relativamente estable en los niveles actuales, la situación fiscal si bien no se deteriorará, tampoco mejorará por cuenta de los ingresos del sector petrolero.

Adicionalmente, con la implementación de la paz, surgen inquietudes sobre su financiación, pero la estrategia del gobierno probablemente será más la de redistribución de gasto e inversión hacia los programas que respaldan la paz, sin necesidad de requerir nuevos recursos.

Así, la Regla Fiscal y la buena opinión sobre la misma han sido y seguirán siendo la garantía para que Colombia

mantenga inalterada su calificación crediticia, pero la perspectiva de la misma podría seguir siendo negativa si, como se mencionó, el crecimiento económico no mejora y beneficia los indicadores fiscales.

Para 2017, la Regla Fiscal define un déficit del 3.3% del PIB si se cumplen las condiciones de un crecimiento del 2.5% y un precio del petróleo cercano a US\$50/barril. Pero, en caso de un escenario menos favorable en crecimiento y precio del petróleo, las cláusulas de escape permitirían un déficit más amplio que generaría dos riesgos. Primero, una vez más el resultado definitivo de la situación fiscal terminaría siendo menos favorable de lo planteado originalmente, con las consecuencias reputacionales y de calificación que esto pueda significar. Segundo, y más relevante, es que las exigencias de la Regla Fiscal en cuanto a la convergencia del déficit fiscal hacia un superávit primario requerirían cada vez un esfuerzo mayor del

gobierno. En momentos en que la economía atraviesa un período de menor crecimiento, esta situación es compleja, pues bien podría convertirse en un limitante para la dinámica de la actividad económica

Conclusión

Como hemos visto, existen múltiples factores que sugerirían el final del ciclo bajista de tasas de interés en el mundo, sobre todo con los eventos recientes que han cambiado la percepción de riesgo global y con la posibilidad de un giro en la política monetaria de la Fed de Estados Unidos. Más aún, la incertidumbre que genera el nuevo e incipiente orden geopolítico bien podría ser un catalizador de mayores tasas de interés en los mercados internacionales. Sin embargo, persisten algunos factores que limitarían estas fuerzas, como la todavía amplia liquidez mundial y la desigual recuperación de la economía. Además, factores estructurales como el menor crecimiento poblacional, el exceso de ahorro mundial y la reducción en la productividad también limitarían la fuerza con la que se podría revertir el ciclo bajista de tasas de las últimas décadas.

En Colombia, el ciclo de política monetaria actúa en sentido contrario, si bien la velocidad con que las tasas de interés descenderían podría ser menor que en ciclos pasados. En efecto, unas expectativas de inflación todavía elevadas y algunos riesgos como la indexación y la posibilidad de una devaluación relevante por un entorno internacional más incierto limitan el margen de maniobra del Banco Central.

En todo caso, las condiciones globales que permitieron bajísimas tasas de interés a nivel global parecen haber quedado atrás, y aunque aumentos relevantes de las mismas en el corto y mediano plazo lucen poco probables, difícilmente se volverán a ver tasas tan bajas. Siendo las tasas de interés internacionales un referente para las economías emergentes, incluyendo a Colombia, las tasas históricamente bajas de los años previos también serían cosa del pasado, sin que ello signifique que vayan a aumentar de manera relevante. En el corto plazo, el ciclo local de política monetaria moderaría la reacción de las tasas, pero en un horizonte de tiempo más prolongado, el resultado serían tasas por encima de las mínimas alcanzadas hace unos años luego de la crisis financiera internacional. 



**“La diferencia
entre un jefe y
un líder es que
el segundo
inspira al
primero”**

Posgrados en
**ECONOMÍA FINANZAS
CONTADURÍA**
INSCRIPCIONES ABIERTAS

www.eafit.edu.co/posgrados 

Teléfono: +(57)(4)2619500
Línea Nacional 01 8000 515 900
E-mail: posgrados@eafit.edu.co

Implicaciones de la Reforma Tributaria sobre mercados financieros y calificación de Colombia *

Por: Hernán Alzate A. y Gerencia Análisis Cuantitativo**

La situación fiscal en Colombia tomó mayor relevancia para los agentes de mercado luego del fin del boom minero-energético que contrajo fuertemente los ingresos fiscales vinculados al sector de hidrocarburos: 2013–3.3% del PIB al 0.4% en el largo plazo. Sin embargo, no solo la caída en el recaudo tributario, sino los continuos cambios en la tributación, han afectado las decisiones de inversión de los agentes económicos. Un 30% del Estatuto Tributario fue modificado en la Ley 1819 de 2016, lo que significó un fuerte cambio para los agentes de la economía a partir de 2017.

Premisas de la situación fiscal: el desanclaje del grado de inversión por el fin minero-energético

Los inversionistas locales no han sido ajenos a las implicaciones del fin del boom minero-energético. Prueba de esto es que, según la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo –EOF–, la política fiscal como factor más relevante a la hora de tomar decisiones de inversión ha venido aumentando, alcanzando a finales de 2016 un 48% del total de factores a tomar en cuenta. Señal clara de la importancia que el tema fiscal tiene sobre las expectativas de inversión en el mercado de capitales doméstico.

* Corresponde a una versión resumida de la presentación realizada por Bancolombia para Anif-Fedesarrollo en el seminario macro-económico titulado: “Colombia: Desempeño económico, Reforma Tributaria y posconflicto”. Noviembre 23, 2016. Ver documento completo en: http://www.anif.co/sites/default/files/memorias/hernan_alzate_-_bancolombia.pdf

** Vicepresidente de Tesorería-Posición Propia del Grupo Bancolombia. Email: healzate@bancolombia.com.co y gciacuant@bancolombia.com.co

Otra lectura de mercado se puede hacer teniendo en cuenta el riesgo país. En este tipo de análisis se deben considerar aquellos factores que pueden incrementar la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones financieras por parte de un país o de una compañía. Una aproximación a la medición de este riesgo se obtiene implícitamente de los contratos de cobertura de riesgo de impago o CDS –*Credit Default Swaps*– que se negocian en los mercados financieros.

A nivel de riesgo país, la vulnerabilidad de la economía colombiana, con un elevado déficit fiscal y comercial, llevó a que la prima por riesgo medida por el CDS a un plazo de cinco años descontara implícitamente una calificación de BB+ –Grado Especulativo–. El aumento en la prima, relativo a países con calificación similar, comenzó a descontar para el riesgo Colombia una rebaja en la calificación de hasta dos escalones desde junio de 2015. En el plano local, el aumento en la percepción de riesgo fiscal desde el punto de vista de la teoría financiera se traduce en un empinamiento de la curva de rendimiento de la deuda pública local –TES– y un debilitamiento de la moneda local frente al dólar norteamericano.

Con estas señales de mercado, sumado al deterioro macroeconómico y al cambio de la perspectiva sobre la calificación de riesgo de estable a negativo por parte de Standard and Poor's (en febrero de 2016) seguido por Fitch Ratings (en julio de 2016), el Gobierno Central evidenció que la Reforma Tributaria

era una tarea pendiente para corregir el desbalance fiscal, externo y para la consolidación de Colombia como país calificado BBB o Grado de Inversión; situación que es relevante desde el punto de vista de los mercados para la formación de precios de la deuda pública local y el costo financiero de la nación y del sector privado.

La volatilidad sigue siendo la constante en el mercado local e internacional

Otros retos adicionales que tendrá que afrontar la economía local en los próximos años son el retiro gradual de la holgada liquidez por parte de la Reserva Federal y el aumento en la volatilidad de los mercados externos.

Por ejemplo, el pronóstico de la tasa de interés de equilibrio de la economía norteamericana muestra un quiebre de tendencia al alza desde 2014. Esta

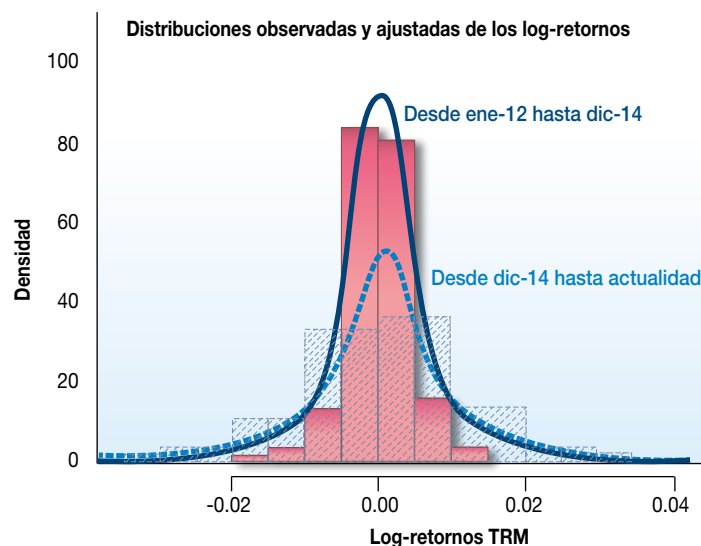
situación continuará en los próximos años con la “normalización” pausada de la política monetaria de la Fed, lo que se convierte también en un riesgo para la economía doméstica, toda vez que el financiamiento del alto déficit de cuenta corriente, que alcanzó el 6.4% del PIB en 2015, se hizo con endeudamiento externo.

Si las expectativas de inflación en Estados Unidos continúan elevándose, cerca ya de su meta del 2% de largo plazo, el proceso de ajuste monetario podría acelerarse, situación que no está plenamente descontada en el mercado financiero internacional ni local, y que aumentaría el riesgo del financiamiento externo del país y de otras economías emergentes a nivel global.

Con los cambios en la percepción global de riesgos y sus efectos sobre la situación local, es importante analizar cómo algunas variables domésticas se han comportado en este entorno. Desde el año 2014, la alta volatilidad del peso colombiano ha recogido el

deterioro de los fundamentales locales ante la expectativa de menores flujos externos con la caída de los términos de intercambio, enmarcado en unos elevados déficits gemelos, lo cual aleja el peso-dólar de su acostumbrada normalidad (ver gráfico 1). Este cambio a nivel estadístico señaló un incremento de la incertidumbre, al tener datos cada vez más extremos, lo que aumenta los costos de transacción entre agentes de la economía y la determinación de los precios de algunos bienes en la economía.

Gráfico 1. Distribución de probabilidad del tipo de cambio peso-dólar



Fuente: Bloomberg, Cálculos Propios. p.d.f. Lorentziana/Cauchy-Lorentz.

De otro lado, si se analiza la evolución de la curva de deuda pública local, ha presentado un fuerte aplanamiento, es decir un menor diferencial entre el rendimiento de un bono de largo plazo y uno de corto plazo, sumado a la pérdida de curvatura de la estructura de tasas (ver gráfico 2). Este comportamiento se hizo más evidente desde 2016 dados todos los factores que la influyen al tiempo; dentro de ellos se encuentra el exceso de demanda por los títulos de muy largo plazo o, como ha ocurrido en otros mercados, debido a una baja prima por vencimiento, la cual es un componente transitorio de la curva de rendimientos que mide el diferencial de tasas que debe cobrarse a un emisor de bonos por invertir a plazos más largos, y la cual fluctúa dependiendo de las expectativas de los diferentes agentes económicos.

Un aspecto positivo del entorno global son los flujos de inversionistas extranjeros al mercado de deuda pública local, los cuales en los últimos tres años fueron del orden de \$46 billones, señal no solo de la confianza de los inversionistas hacia la economía local, sino producto del rebalanceo de los índices de mercados emergentes GBI-EM (JP Morgan) en inversiones en moneda local, y las bajas tasas de interés en activos de renta fija en países desarrollados. Por esta razón, los flujos *offshore* han generado una valorización inducida de la curva local, reduciendo el componente transitorio de la curva y, por consiguiente, aplanando la curva de rendimientos local.

¿Cómo se comportan los activos locales en una reforma tributaria?

Con todos estos elementos en cuenta, el resultado de la Reforma Tributaria fue determinante para el comportamiento futuro de los activos locales. El balance de la reforma tributaria aprobada en 2016 tiene ciertos aportes que son positivos para el escenario macroeconómico y de mercados en el corto plazo.

Para poder calcular el impacto de dicha reforma en el mercado local se realizaron estimaciones del escenario de aprobación, bajo el supuesto de que se mantiene la calificación de riesgo sin cambios, siguiendo algunos patrones de activos financieros relevantes del mercado local y su comportamiento en las últimas reformas tributarias aprobadas.

Además, se simuló un escenario negativo o de “no aprobación”, siguiendo el comportamiento de pérdida de calificación de países similares como Brasil y México, junto con las valo-

rizaciones obtenidas en los activos locales logradas cuando Colombia obtuvo el Grado de Inversión en 2011.

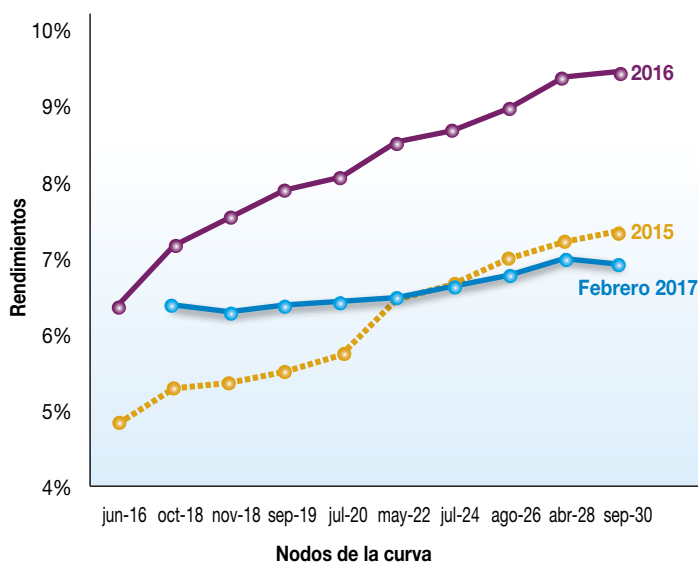
Resultados

Los resultados sugieren que frente a un escenario base con datos a mediados de noviembre de 2016, el trámite de una reforma estructural generará una valorización moderada de los activos financieros, toda vez que se mantendría con una alta probabilidad la calificación vigente y aseguraría el pleno acceso a los mercados. Mientras que en el caso de la no aprobación de la reforma, se habría generado una desvalorización importante de los activos, tomando como riesgo principal el cambio de calificación y consigo en un futuro el deterioro crediticio severo, inclusive por debajo del Grado de Inversión (ver cuadro 1).

Una vez aprobada la reforma en diciembre de 2016, se puede destacar dentro de sus aportes positivos el mayor grado de competitividad que le proporcionará al país con la rebaja en renta a las empresas, pues mejora el ambiente de inversión en el país en el mediano plazo. Además, traerá consigo un mayor recaudo, el cual reduce la vulnerabilidad fiscal en el corto plazo y el cumplimiento de la Regla Fiscal en 2017.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que con el posconflicto estará latente el riesgo de presiones adicionales sobre el gasto, el cual puede llegar a representar un

Gráfico 2. Evolución de los rendimientos de la curva TES Tasa fija



Fuente: Bloomberg, Grupo Bancolombia. Para los años 2015 y 2016, las curvas están construidas con los datos de febrero del respectivo año.

Cuadro 1. Comportamiento de los activos financieros locales bajo diferentes escenarios de reforma

	CDS 5YR	USSCOP	Tasa 10YR	Tasa 2YR
Escenario Base	199	\$3.153	7.5%	6.6%
No aprobación de la reforma	↑ 252	↑ \$3.343	↑ 9.1%	↑ 7.8%
Aprobación de la reforma	↓ 189	↓ \$3.102	↓ 7.3%	↓ 6.3%

Fuente: Bloomberg, Cálculos Propios. Escenario base datos de mercado al 17 de noviembre de 2016. *Impulso respuesta efecto acumulado t+20 días ante un choque de variable binaria (1=cambio calificación).

1% adicional del PIB. Esto obliga al gobierno no solo a cumplir plenamente el escenario de recaudo y formalización trazado en la reforma, sino una contención del gasto público en 2017 y en los años venideros. De lo contrario, otra reforma tributaria se tendría que tramitar en el término de dos años.

Los recientes pronunciamientos por parte de las calificadoras de riesgo (S&P enero 2017) de mantener la calificación vigente luego de la aprobación de la Reforma Tributaria son una señal indicativa de un compás de espera, pero también advierten que la estabilidad de la economía tiene riesgos a futuro. Un aspecto fundamental a tomar en cuenta está consagrado en la Reforma Tributaria con la creación de una Misión de Gasto que tendría el objetivo de hacer recomendaciones en este frente al gobierno para atenuar las presiones de gasto en los próximos años.

Otro elemento a evaluar es que el incremento del IVA en un 3%, del 16% al 19%, tiene un impacto negativo sobre la inflación y el consumo privado. Aunque el incremento en los precios por efecto IVA es un efecto “de una sola vez”, tiene impactos inflacionarios que ponen en aprietos el cumplimiento de la meta de inflación del 3%. El escenario más factible en 2017 es que la inflación se mantenga por encima del techo del rango-meta: 4%, lo que abre el debate de si el desarrollo del ciclo

bajista de tasas de interés por parte del Banco de la República será un poco más gradual o no.

Para responder a esta encrucijada, al inicio del año el mercado de derivados de tasas de interés IBR (Indicador Bancario de Referencia) esperaba reducciones en la tasa de intervención de hasta 175pb en los siguientes doce meses, debido a los datos de crecimiento débiles y la disminución de las presiones inflacionarias vía una menor demanda agregada. Sin embargo, con la decisión de la Junta Directiva de mantener la tasa de interés estable en el 7.5% a finales de enero, estas expectativas nuevamente se modificaron. Comenzando febrero, la curva *swap* en pesos descuenta que para 2017 la tasa de intervención del Banco de la República cerrará en el rango entre 6.50%-6.25%.

Comentarios finales

La coyuntura actual continuará generando desafíos y dilemas para los mercados financieros, tanto por la situación doméstica como por la internacional. Dada esta circunstancia, el prudente manejo de la política fiscal y monetaria por parte de las autoridades económicas será determinante para que se mantengan las valorizaciones de los activos financieros.

Por esto, preservar la credibilidad de los inversionistas locales y extranjeros, mediante el cumplimiento de los lineamientos de la Regla Fiscal y la convergencia decreciente del déficit a las metas trazadas, así como la convergencia de la inflación al rango-meta, es una señal que desde la política pública será tomada en cuenta para la toma de decisión en los mercados de capitales. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Adrian T., Crump R., Moench E., *Pricing the Term Structure with Linear Regressions*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 340, April 2013.

Del Negro M., Giannoni M., Gupta A., Li P., Moszkowski E., *The FRBNYDSGE Model Forecast*, Liberty Street Economics, Nov. 2016.

Andreasen M., Christensen J., *TIPS Liquidity and the Outlook for Inflation*, FRBSF Economic Letter, 2016-35, Nov. 21, 2016.

Perspectivas macroeconómicas de Colombia para 2017

Por: Andrés Langebaek Rueda *

En este escrito presento una visión sobre la economía colombiana para 2017. Inicio con un recuento de los principales eventos internos y externos que caracterizaron la economía en el año anterior. Paso a analizar la situación de crecimiento, tasa de cambio, inflación y política monetaria. Concluyo con una pequeña nota sobre qué puede esperar Colombia bajo la nueva administración del presidente Trump.



Lo que ocurrió en 2016

La economía colombiana se encuentra en un proceso de ajuste como resultado de la caída en los precios del petróleo que se presentó en la segunda parte del año 2014. Como consecuencia de este fenómeno, el ingreso de la economía disminuyó en una forma que, dada la perspectiva que se tiene sobre los precios internacionales del petróleo, podemos considerar permanente. El ajuste consiste entonces en disminuir los niveles de gasto de tal manera que se ataje el ritmo de crecimiento en el endeudamiento. Como resultado de este ajuste, el déficit en cuenta corriente deberá reducirse a niveles sostenibles.

El ajuste de la economía en 2016 se fundamentó en la reducción tanto de la inversión, especialmente de la pública, como

del consumo de bienes durables. Las variables que propiciaron este ajuste fueron especialmente dos: la tasa de cambio y el aumento en las tasas de interés. De esta forma, variables como las ventas de vehículos —en su mayoría importados y financiados a crédito— sufrieron una reducción considerable.

Lamentablemente las autoridades monetarias tuvieron que lidiar con un problema absolutamente inoportuno: el Fenómeno de El Niño más intenso desde el año 1906, circunstancia que elevó considerablemente la inflación y obligó a un incremento adicional de las tasas de interés.

En el ámbito internacional, el crecimiento mundial volvió a defraudar, lo que castigó el comportamiento de las

* Director ejecutivo de estudios económicos del Grupo Bolívar. E-mail: alangebaek@davivienda.com

Estudio Trimestral

GUÍA EMPRESARIAL

SUSCRÍBASE AL MEJOR ANÁLISIS MACROECONÓMICO

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

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



INFORMES

ANIF 
Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Calle 70 A No. 7-86 · Teléfonos: (051) 3073295
Línea gratuita 01 800 0119907

Departamento Comercial: 
Correo electrónico: comercial@anif.com.co
Teléfonos: (051) 307 3295, 310 1500
ext. 122 y 111
Celular: 310 561 7197
Bogotá - Colombia

exportaciones pero obligó a posponer el incremento de las tasas de interés por parte de la Fed. Esto finalmente propició el retorno de los capitales a países emergentes, lo que, en el caso particular de Colombia, contribuyó al financiamiento del déficit de la cuenta corriente.

¿Qué esperar en 2017?

Existe algún grado de confianza de que las condiciones internacionales deberán cambiar en forma significativa en 2017. En primer lugar, ya a finales de 2016 se había venido observando el desarrollo de una fuerte presión inflacionaria en el mundo. Según los PMI, a nivel global se observa (ver gráfico 1) una fuerte presión de costos en todos los segmentos de la producción manufacturera, tanto de materias primas como de bienes de consumo y de bienes de capital. Las presiones inflacionarias son geográficamente generalizadas: desde China pasando por Europa y terminando en Estados Unidos. En el caso particular de este país, la presión inflacionaria se exacerba con importantes presiones salariales. En efecto, los salarios nominales en esta economía están a niveles muy semejantes a los observados antes de la crisis financiera internacional, es decir cerca del pico del boom.

Adicionalmente, la elección del presidente Trump ha elevado las expectativas de inflación teniendo en cuenta que las políticas proteccionistas propuestas, materializadas en incrementos en los aranceles, elevarían los costos de los productos importados. Además, su plan de reducir impuestos debería generar presiones adicionales de demanda

en el corto plazo vía un mayor nivel de consumo de los hogares.

Por otra parte, si bien las perspectivas de crecimiento en el largo plazo para Estados Unidos no son tan favorables en atención a factores estructurales como los altos niveles de deuda y el bajo dinamismo de la productividad en el sector de servicios, se espera que los anuncios del presidente Trump generen incrementos en la inversión y el gasto en infraestructura, lo que puede llevar a una aceleración en el crecimiento.

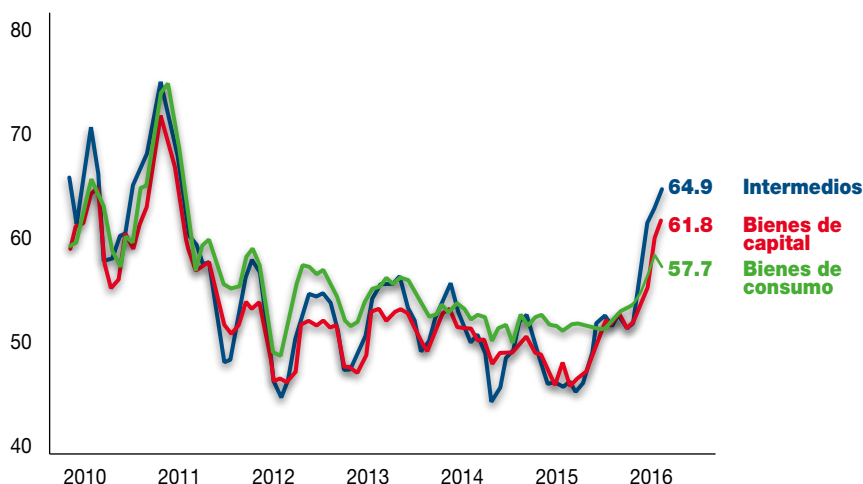
Por lo expuesto en los dos párrafos anteriores, el entorno internacional en 2017 seguramente será bien distinto al que enfrentamos en 2016. En primer lugar, tendríamos a un banco central en Estados Unidos elevando sus tasas de interés, incluso por encima de las expectativas de los analistas, con el fin de hacer frente a la inflación. En segundo lugar, tendríamos una demanda mundial más fuerte que la que vimos el año anterior.

El mayor crecimiento económico es bueno para nuestras exportaciones,

“ Pensamos que en 2017 el desempeño económico de Colombia será algo mejor que el alcanzado el año anterior. Entre los factores que pueden explicar este repunte están: a) el mayor crecimiento mundial; b) la menor inflación promedio en Colombia; y c) el desarrollo del programa de concesiones viales. ”

tanto en materia de precios como en volúmenes, lo cual debe tener un impacto positivo sobre el PIB. Sin embargo, existe la probabilidad de que los ajustes de política monetaria por parte de la Fed se traduzcan en alzas no anticipadas de intereses y en movimientos de capital desde los países emergentes hacia los desarrollados.

Gráfico 1. Global PMI: Precios de los insumos



Fuente: JP Morgan.

Perspectivas de crecimiento

Ya hemos comentado que la economía colombiana se encuentra en una fase de ajuste desde niveles altos de ingreso, por efecto de los elevados precios del petróleo y del carbón hasta mediados de 2014, a una con precios mucho mas moderados. Este ajuste implica reducir la demanda y es prácticamente inevitable que registremos bajos crecimientos por un tiempo. Es evidente que hasta que la economía no haya reducido significativamente su déficit en cuenta corriente no podrá volver a crecer a los niveles a los que lo hizo antes de la caída en los precios del petróleo.

A pesar de las limitaciones que existen, pensamos que en 2017 el desempeño económico de Colombia será algo mejor que el alcanzado el año anterior. Entre los factores que pueden explicar este repunte están: a) el mayor crecimiento mundial al que hemos hecho referencia; b) la menor inflación promedio en Colombia; y c) el desarrollo del programa de cuarta generación de concesiones viales. Puede también argumentarse que el país crecerá más por efecto de los menores actos de violencia asociados a la desmovilización de las Farc.

Dos serían los factores más importantes que limitarían el crecimiento en 2017: a) el aumento de la tarifa general del IVA, que debe tener un impacto perverso sobre el consumo de los hogares, especialmente en la primera parte del año; y b) la modesta dinámica esperada en algunos subsectores de la construcción de edificaciones, en particular la vivienda para estratos altos y la construcción de oficinas.

Perspectivas de la tasa de cambio

El año 2017 inició con una caída no anticipada en la cotización del dólar. Esta apreciación del peso es resultado de la menor aversión al riesgo mundial y de la aprobación de la Reforma Tributaria por parte del Congreso de la República. Ambos efectos han producido una reducción en los *Credit Default Swaps* (CDS) de nuestro país, que es mayor a la que observada en otros países de América Latina. México es un caso excepcional al presentar un aumento en los CDS por razones



bien conocidas. En el gráfico 2 se observa el CDS de Colombia relativo al promedio de los CDS de Perú y Chile. Se puede ver que esta relación ha caído desde mediados de diciembre pasado en momentos en que era inminente la aprobación de la Reforma Tributaria.

Sin embargo, algunos elementos sugieren que el fenómeno observado es temporal. El argumento más fuerte para suponer que deberá haber un quiebre tiene que ver con la reducción esperada en este año en el diferencial entre tasas de interés externas e internas. Como ya he comentado, fruto del repunte en la inflación mundial y del mejor desempeño de la economía

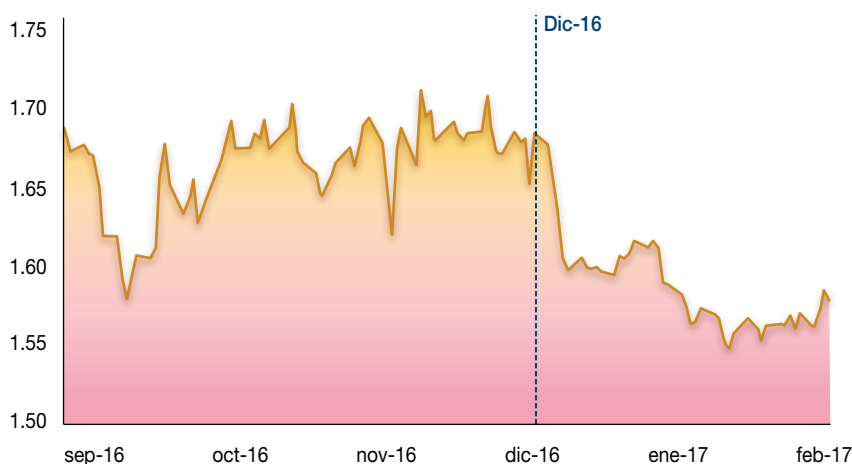
de los países desarrollados, el banco central de Estados Unidos debería aumentar sus tasas de interés en este año en momentos en los que en la economía colombiana, por el contrario, las tasas se reducen con el fin de prevenir una mayor desaceleración económica. El menor diferencial de tasas debería promover un menor flujo de capitales hacia países emergentes, incluyendo a Colombia.

Adicionalmente, es importante tener en cuenta que si bien los precios del petróleo han estado estables en los últimos meses, y que los países de la Opep aparentemente han cumplido con los recortes prometidos, las perspectivas de los precios del petróleo no parecen ser excesivamente optimistas. Esto se debe a que la producción de petróleo en Estados Unidos ha vuelto a incrementarse y que las políticas del presidente Trump de otorgar un apoyo decidido al uso de tecnologías no convencionales deberán generar una mayor oferta de crudo.

Otro de los aspectos relacionados con el precio del petróleo tiene que ver con la duda de si los países de la Opep, con costos marginales de producción más bajos que los del hemisferio occidental, van a mantener el recorte de su oferta. Es precisamente este recorte el que incentiva la producción en países de altos costos como Estados Unidos y Colombia. ¿No sería conveniente volver a una estrategia de mayor producción en países de bajo costo para impedir la mayor oferta de países a alto costo? La teoría sugiere que sí.

Finalmente, en el caso de la tasa de cambio una pregunta clave tiene que ver con la atracción de capitales de

Gráfico 2. Riesgo relativo de Colombia* frente a Perú y Chile



*Estimado como la razón entre el CDS de Colombia y el promedio de los CDS de las agrupaciones de países, para el plazo de 10 años.
Fuente: Bloomberg y estimaciones propias.

portafolio del exterior que puede seguir ejerciendo nuestro país. Durante 2016 ingresaron US\$5.856 millones, con lo cual estos inversionistas poseen ya el 25% de la deuda interna del Gobierno Nacional. Teniendo en cuenta que en países emergentes con una calificación de riesgo soberano similar a la de Colombia los extranjeros suelen tener hasta el 30% de la deuda, cabe preguntarse si la capacidad de atraer mayor inversión está disminuyendo. En principio debe ser claro que entre más haya ingresado por este concepto es menor la capacidad de seguir atrayendo nuevos capitales (capacidad marginal de atracción de capitales decreciente). El tema es aún más evidente si se tiene en cuenta que algunas calificadoras continúan poniendo reparos a la sostenibilidad de la deuda de nuestro país.

Finalmente, cabe señalar que Colombia tiene un abultado déficit en cuenta corriente. Una apreciación del peso no solo es indeseable sino inconsistente con la reducción estructural de este déficit.

Inflación

El panorama de la inflación en 2017 luce algo más positivo que el observado el año anterior. La inflación promedio del año, sin mayor discusión, debería ser inferior a la observada en 2016. Sin embargo, existen factores que nos hacen pensar que, por tercer año consecutivo, tampoco se cumplirá la meta de inflación: el aumento en el IVA, el desempeño de la inflación de alimentos y la tasa de cambio.

En cuanto al IVA, este tipo de medidas tiende a generar dos efectos: un aumento de precios en el corto plazo y un efecto ingreso que tiene impactos a la baja sobre la inflación. En lo que al efecto sobre precios se refiere, estimamos que la inflación debería aumentar cerca de 0.25 puntos porcentuales por cada punto de aumento del IVA. Teniendo en cuenta que fueron tres puntos, el aumento sería entonces cercano a los 0.8 puntos porcentuales. El impacto depresor del aumento del IVA, que se siente por el efecto ingreso, tomará algún tiempo en sentirse.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que después del mes de agosto el “efecto base” para la reducción de la inflación jugará en contra. En efecto, la inflación anual de alimentos llegó en julio de 2016 al 15.71%, el nivel más alto desde principios de 1999. La corrección hacia abajo en esta inflación fue considerable, a tal punto de que el año cerró en un 7.22%. Así las cosas, es prácticamente inevitable que la inflación de alimentos presente una tendencia alcista en la última parte de 2017.

Detrás de las cifras que hemos estado viendo en los últimos meses se observa que la menor inflación en Colombia se ha dado por cuenta de la reducción de los alimentos, en especial de los perecederos, y de los transables, por efecto de la apreciación del peso. El primer efecto está por terminar, y si nuestra proyección de tasa de cambio se cumple para 2017, este alivio tendría un componente transitorio.

Por último, es importante recordar que el aumento del salario mínimo fue superior al dato de inflación al cierre del año anterior, lo que debe ejercer presión en estructuras de costos intensivas en mano de obra.

Tasa de política monetaria

El Banco de la República tiene nuevamente una tarea difícil en 2017. Los niveles de crecimiento serán modestos, lo que hará que varios analistas exijan reducción de la tasa, pero el nivel de inflación seguirá alto, con lo cual otros exigirán un aumento. Cualquier acción de política dejará entonces insatisfechos a todos.

El ajuste de la tasa de política para 2017, de acuerdo con las proyecciones

que hemos presentado, debería caracterizarse por dos situaciones: a) ajuste concentrado en los primeros meses del año; y b) ajuste inferior a las expectativas del mercado. Estas dos apreciaciones se sustentan en los siguientes argumentos:

a. El rezago de la política monetaria es considerable. Cuando un banco central incrementa su tasa de interés, por lo general son solo los nuevos créditos los que se otorgan con tasas superiores. En la medida en que el tiempo pasa, esa tasa marginal afecta la tasa media del mercado, con lo cual el impacto sobre el consumo y la inversión toma un tiempo. El rezago de la política monetaria en Colombia es de 6 a 12 meses. En estas circunstancias, si la autoridad monetaria no toma oportunamente “cartas” en el asunto, se corre el riesgo de actuar en forma extemporánea. Ya hemos mencionado que el efecto de un aumento en el IVA debe ser no solo el de aumentar los precios,

sino el de reducir el ingreso y generar menor crecimiento. Así las cosas, las autoridades deberían compensar esta reducción esperada en el ingreso con una menor tasa.

b. Como resultado de nuestras proyecciones de inflación, bastante superiores a las del mercado, consideramos que el margen para reducir tasas es significativamente más limitado. En el mercado algunos analistas sugieren tasas del orden del 6% o incluso menos. No compartimos este diagnóstico. Pensamos que la tasa de intervención debería reducirse unos 125 puntos básicos, pero no más.

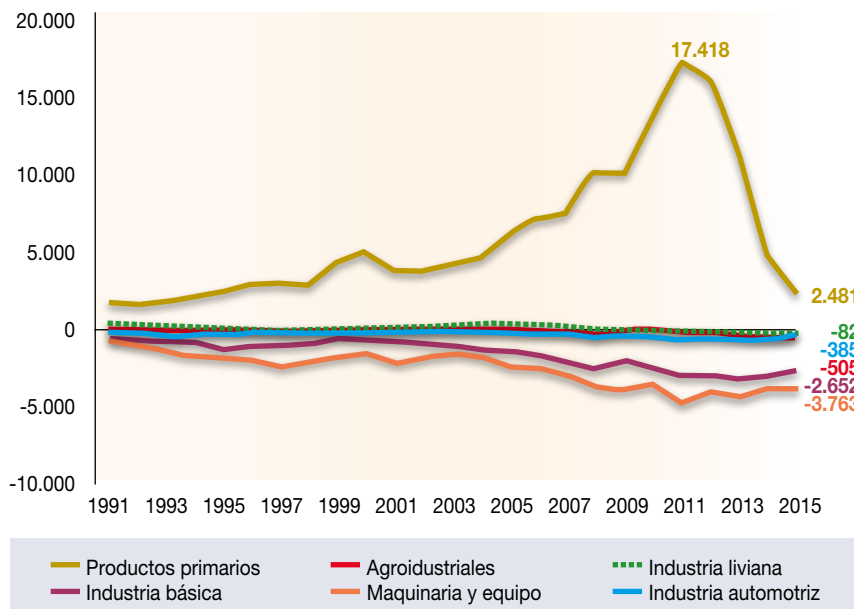
Una nota sobre Trump

Mucho se ha especulado sobre el impacto que pueden tener sobre nuestro país las políticas del presidente Trump. La verdad es que las diferencias que se pueden constatar en los pocos días

de gobierno con respecto a la administración Obama son muy amplias. Un análisis preliminar sugiere que además del posible impacto de la dinámica sobre la industria petrolera que ya hemos comentado, podría esperarse algo en términos de remesas de trabajadores. El plan de reducción de impuestos del nuevo presidente es muy ambicioso y un impuesto a las remesas parecería cumplir con el doble propósito de desincentivar la migración hacia ese país además de allegar recursos fiscales. En este mismo orden de ideas, donaciones dirigidas a propósitos especiales que conocimos en el pasado como Plan Colombia, que por el cambio de énfasis a raíz de la desmovilización de las Farc llegó a rebautizarse como Paz Colombia, podrían engavetarse pues no parece corresponder con el criterio del nuevo presidente de no gastar dinero de los contribuyentes en regalos a otros países.

En cuanto al TLC de Colombia con Estados Unidos, todo indica que este tiene una naturaleza y una dinámica muy particulares que en principio no justifican su renegociación. A diferencia del NAFTA, que le permitió a México exportar bienes manufacturados hacia su vecino del norte (principalmente automóviles y bienes agroindustriales), el patrón de exportaciones de Colombia sigue abrumadoramente concentrado en bienes primarios y el de Estados Unidos en bienes de capital e insumos especializados para la industria química y farmacéutica (ver gráfico 3). En estas condiciones, el tratado parece ser un gana-gana en donde ambos países se complementan y benefician. Adicionalmente, a raíz de la caída de los precios del petróleo, nuestro país pasó de tener un superávit comercial a un déficit, lo cual ratifica la hipótesis de que es poco probable que se realicen modificaciones significativas al tratado. 

Gráfico 3. Balance comercial de Colombia con EE.UU. (US\$ millones)



Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

Factores que afectan la tenencia de productos financieros en Colombia *

Por: Daisy Johana Pacheco y Ana María Yaruro **



1. Introducción

La inclusión financiera es un tema de gran interés entre las instituciones públicas y privadas, organizaciones internacionales y entidades multilaterales. De acuerdo con el Banco Mundial (2014), cerca de 50 países han establecido metas de inclusión financiera y esta institución, junto con una coalición de asociados, se comprometieron a promoverla, estableciendo como meta principal que en 2020 todos los adultos tengan acceso al sistema financiero.

La importancia de este tema dentro de la agenda mundial se fundamenta en el reconocimiento de los efectos positivos de la inclusión financiera y el desarrollo financiero sobre el crecimiento económico y la productividad (King y Levine, 1993; Levine y Zervos, 1998; Songul, 2011; y Sahay *et al.*, 2015); la reducción de la pobreza (Burgess y Pande, 2005); la desigualdad económica (Beck *et al.*,

* Este documento corresponde a una versión resumida del original publicado en la serie de *Borradores de Economía* de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de las autoras y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva".

** Las autoras son profesionales del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. Agradecemos los comentarios de Esteban Gómez, José Fernando Moreno y de la Red de Investigadores de la Investigación Conjunta sobre Decisiones Financieras de los Hogares del CEMLA, en especial a María José Roa, durante el desarrollo de este proyecto. Los e-mail de contacto son: dpachebe@banrep.gov.co y ayarurja@banrep.gov.co respectivamente.

2007), y la situación del mercado laboral (Bruhn y Love, 2014). Estos efectos pueden explicarse, en parte, por el hecho de que el sistema financiero asigna el capital de una forma más eficiente, canalizando el excedente de recursos de los ahorradores para atender las necesidades de financiación de la población y facilitar la gestión de riesgos, entre otras, lo cual afecta positivamente la dinámica económica de los países.

En los últimos diez años, el gobierno colombiano también ha estado comprometido con la promoción de la inclusión financiera en el país. Para tal fin, en 2006 creó el programa Banca de las Oportunidades y autorizó la creación de la figura de corresponsales bancarios, lo cual ha permitido aumentar la cobertura y la tenencia de productos financieros por parte de la población. De hecho, a 2015 todos los municipios colombianos contaban con al menos un punto de acceso y el 95% de las personas afirmó tener acceso a al menos uno de estos, según la Encuesta de Demanda de Banca de las Oportunidades (BdO) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

Esta política fue definida como exitosa por el gobierno y en 2014 se modificó su enfoque, estableciendo como nuevos lineamientos la promoción del uso de los productos financieros y transaccionales; la financiación de Pymes y del sector agropecuario; y el avance en la educación financiera de los ciudadanos (Salamanca, 2014).¹ Dentro de esta política se enmarcan diversas iniciativas normativas del gobierno como lo son la creación de la Comisión Intersectorial para la Educación Económica y Financiera (Decreto 457 de 2014); la definición del crédito de consumo de bajo monto (Decreto 2654 de 2014); la

autorización de corresponsales para aseguradoras (Decreto 0034 de 2015); la creación y reglamentación de las sociedades especializadas en depósitos y pagos electrónicos (Ley 1735 de 2014 y Decreto 1491 de 2015); y la inclusión de las garantías mobiliarias como garantías admisibles (Decreto 466 de 2016).

Adicionalmente, el gobierno crea la Comisión Intersectorial para la Inclusión Financiera (Decreto 2338 de 2015) cuyo objetivo es coordinar las políticas y esfuerzos de instituciones, tanto públicas como privadas, para promover la inclusión financiera en el país.² Este esfuerzo del gobierno fue resaltado en el *Global Microscope* 2015 donde Colombia se ubica como el segundo país con mejor ambiente para la inclusión financiera, dentro de una muestra de 50 naciones.

Teniendo en cuenta la importancia de este tema, la medición de los niveles de inclusión financiera ha estado en la agenda académica y se destacan dos enfoques para este objetivo: uno que toma la información de las instituciones financieras (oferta) y otro que se construye a partir de encuestas a los hogares (demanda). En el caso colombiano, se encuentra que el 76.3% de los adultos cuenta con al menos un producto financiero, según el Informe de Inclusión Financiera de BdO y la SFC, mientras que, de acuerdo con una encuesta realizada a los hogares por el Banco Mundial, solo el 38.4%

de las personas reconoce tener una cuenta en una institución financiera.

Esta diferencia entre ambas aproximaciones resalta la necesidad de analizar los factores de demanda asociados a las características socioeconómicas y de aptitudes financieras de los hogares, entre otras, que explican el bajo porcentaje de hogares que expresan tener productos financieros. Adicionalmente, Karlan *et al.* (2014) y Roa (2013) han encontrado que otros factores como la capacidad cognitiva y aspectos psicológicos tienen también una influencia significativa en el comportamiento financiero de los individuos. Lo anterior podría explicar el hecho de que el 44.2% de los colombianos que manifiestan conocer al menos un producto financiero no tiene ninguno, siguiendo los resultados de la Encuesta de Capacidades Financieras de la CAF.

El objetivo de esta investigación es entonces determinar los factores que explican por qué los hogares deciden no tener un producto financiero, a pesar de que conocen su existencia. Este trabajo parte del hecho de que actualmente la mayoría de la población colombiana cuenta con la posibilidad de acceder a un punto de acceso y que existen productos de trámite simplificado como los depósitos electrónicos, las cuentas de ahorro de trámite simplificado y las cuentas de ahorro electrónicas, cuyo único requisito es presentar el documento de identidad para su adquisición.

¹Adicionalmente, la promoción de la inclusión financiera aparece como uno de los objetivos trazados por el gobierno en el Plan Nacional de Desarrollo 2014-2018 (Departamento Nacional de Planeación, 2015).

²Esta Comisión estará conformada por los Ministros de Hacienda y Crédito Público y el de Agricultura y Desarrollo Rural; el Superintendente Financiero y el Director de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera; y tendrá como invitados al Gerente del Banco de la República y al Director del Departamento Nacional de Planeación.



“Karlan *et al.* (2014) y Roa (2013) han encontrado que otros factores como la capacidad cognitiva y aspectos psicológicos tienen una influencia significativa en el comportamiento financiero de los individuos. Lo anterior podría explicar el hecho de que el 44.2% de los colombianos que manifiestan conocer al menos un producto financiero no tiene ninguno, siguiendo los resultados de la Encuesta de Capacidades Financieras de la CAF.”

II. Revisión de literatura

En general, la literatura sobre este tema se ha centrado en determinar las variables que afectan la probabilidad del acceso o uso de algún producto o servicio financiero. Dentro de los factores más sobresalientes se encuentran la educación, el ingreso, la edad, entre otros.

En el caso de América Latina y el Caribe, con base en los datos del *Global Financial Index Database*, García *et al.* (2013) señalan que la tenencia de al menos una cuenta en el sistema financiero se encuentra positivamente relacionada con el ingreso, el nivel educativo, ser hombre, tener entre 25 y 64 años y vivir en zonas urbanas. Por su parte, Cámara *et al.* (2015) afirman que en Argentina

la probabilidad de tener una cuenta, una tarjeta de crédito o débito aumenta a mayor educación, ingreso y edad, aunque los efectos sobre esta última variable son decrecientes. Para México, Djankov (2008) encuentra que la bancarización de los hogares se explica por la riqueza, el nivel educativo y otras características no observables. En cuanto a Bolivia, Altunbaş *et al.* (2010) señalan que tener un título universitario o ser un empleado público incrementa la posibilidad de acceder a un crédito con un intermediario financiero formal, mientras que ser mujer o indígena la reduce.

Para el caso colombiano, se destaca el trabajo de Rodríguez y Riaño (2016), quienes encuentran que la probabilidad de tener acceso a productos de ahorro dentro del sistema financiero formal es mayor para hogares con ingresos y nivel educativo más altos, con empleo formal y vivienda propia, acceso a servicios públicos o a algún programa de ayuda del gobierno. Asimismo, señalan que el acceso al crédito está relacionado con la tenencia de vivienda, estar ubicado en un área urbana y tener una edad mayor. Por su parte, Gómez *et al.* (2016) encuentran que la probabilidad de demandar cuentas de ahorro es mayor entre personas con mayor nivel educativo e ingresos, beneficiarias de algún programa del gobierno, con empleo formal, confianza en el sistema financiero y al menos un seguro. En el caso de la demanda de créditos, estos autores señalan que la probabilidad es mayor entre personas mayores de 46 años, con empleo formal y confianza en el sistema financiero.

Asimismo, Cano *et al.* (2013), con base en la Encuesta de Capacidades Financieras del Banco Mundial y el Banco de la República, calculan los determinantes del acceso a una canasta de productos financieros partiendo del supuesto de que entre más productos tenga un hogar, es más probable que

los utilice efectivamente. Los autores encuentran que el acceso a diferentes canastas de productos financieros está asociado con variables como género; nivel de ingresos y riqueza; escolaridad y grado de educación financiera; estabilidad familiar y la distancia entre el domicilio y las sucursales financieras; así como la valoración del futuro en las decisiones financieras y la actitud financiera.³

Por último, se resalta el trabajo de Murcia (2007) muestra los determinantes del acceso de los hogares colombianos a créditos hipotecarios y a tarjetas de crédito con base en la información de la Encuesta de Calidad de Vida del Dane. El autor determina que la probabilidad de tener acceso al crédito depende del ingreso o la riqueza, los años de educación y la ubicación geográfica. El género de la cabeza de familia del hogar resultó ser significativa para el caso del crédito hipotecario, pero no para el de tarjeta de crédito.

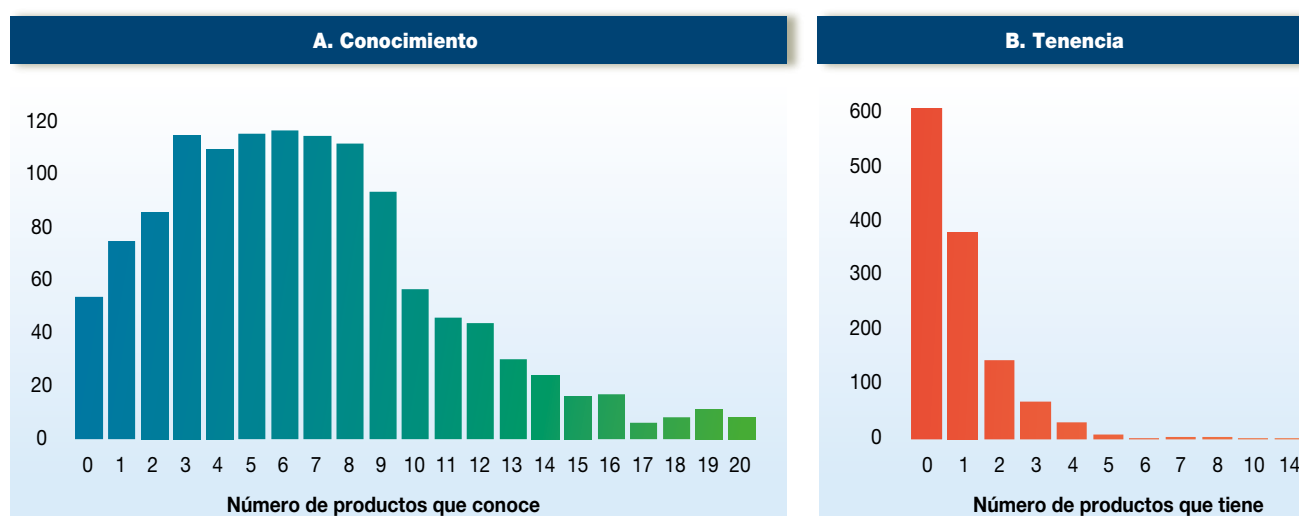
Descripción de los datos y metodología

Este trabajo se realizó utilizando los datos para Colombia de la Encuesta de Medición de las Capacidades Financieras en los países andinos, realizada a finales de 2013 a una muestra de 1.261 personas, mayores de 18 años de todos los niveles socioeconómicos. Esta encuesta fue desarrollada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y financiada por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF). Su objetivo fue realizar un diagnóstico que permitiera identificar los conocimientos, habilidades, actitudes y comportamientos de los individuos con relación a ciertos temas financieros y a varios aspectos de la educación financiera como presupuesto, administración del dinero, planes financieros a corto y largo plazo, y la elección de productos financieros en los diferentes países.

La Encuesta se encuentra desarrollada por módulos que contienen preguntas relacionadas con un tema específico, y están divididos de la siguiente manera: ubicación; datos generales del hogar; economía del hogar; productos financieros; conductas y actitudes hacia el dinero; evaluación de conceptos; datos educativos y laborales, y datos generales del entrevistado.

De forma general, se encuentra que las personas encuestadas pertenecen en mayor medida a las zonas urbana media y urbana grande. Adicionalmente, la mayoría de los encuestados son mujeres (el 53.5%) y pertenecen al rango de edad entre 18 y 29 años (el 27.0%). En cuanto al conocimiento y la tenencia de productos financieros, se encuentra que el 54.3% de las personas encuestadas conoce entre 3 y 8 productos financieros, mientras que el 79% manifiesta tener solo uno o ninguno (gráfico 1, paneles A y B).

Gráfico 1. Resultados descriptivos de la encuesta



Fuente: Encuesta de Medición de las Capacidades Financieras en los países andinos de la CAF.

³Según este trabajo, las actitudes financieras de los hogares se relacionan con su capacidad de aprender de los errores que los demás cometen al administrar su dinero; tratar de ahorrar dinero para el futuro o para emergencias y hacerlo con regularidad; realizar planes a largo plazo y obtener información para tomar decisiones financieras.

Dada la naturaleza de los datos empleados, como primer paso se realizó un análisis exploratorio haciendo uso de tablas de contingencia y pruebas de independencia entre las variables consideradas. Posteriormente se definió como multinomial la distribución de la variable de interés: toma los valores de 1 si la persona conoce al menos un producto financiero, pero no tiene ninguno (CyNT); 2 si la persona conoce al menos un producto y tiene al menos uno (CyT); y 3 si la persona no conoce ningún pro-

ducto financiero (por consiguiente no tiene ninguno (NC)). Se debe mencionar que por la forma en la que se realiza la Encuesta, si las personas declaran que no conocen ningún producto financiero, no se les aplican las siguientes preguntas de los módulos de tenencia y uso. Finalmente, a través de modelos log-lineales se calculó la relación entre la variable de interés y las posibles variables explicativas, las cuales se eligieron por módulos con base en métodos *stepwise* de selección de modelos.

IV. Resultados

En el cuadro 1 se presentan los resultados de la pruebas de independencia entre la variable de interés y las explicativas. Se destaca que ser beneficiario de alguno de los programas sociales del gobierno y no tener ingresos suficientes para cubrir los gastos no tiene relación de dependencia con conocer un producto financiero y no tenerlo.

Luego de encontrar las relaciones de dependencia entre las principales

Cuadro 1. Independencia de las posibles variables explicativas con la de interés

SEGMENTO	NO	PS_SUBSIDIOS_DE_PRECIOS	SÍ	PRESUPUESTO	NO
GÉNERO	NO	PS_CAPACITACIÓN_PRODUCTIVA	SÍ	CONSIDERO_CUIDADOSAMENTE_AL_COMPRAR	NO
PREGUNTA_DIVISIÓN	NO	PS_SUBSIDIOS_VIVIENDA	SÍ	VIVIR_DÍA_A_DÍA	NO
PREGUNTA_INFLACIÓN	NO	PS_OTRO	SÍ	GASTAR_HOY	NO
PREGUNTA_INTERÉS	NO	PS_NINGUNO	NO	PAGO_A_TIEMPO	NO
PREGUNTA_INTERÉS_SIMPLE	NO	PS_NO_SABE	SÍ	ARRIESGAR_PARA_INVERSIÓN	NO
PREGUNTA_INTERÉS_COMPUUESTO	NO	PS_NO_RESPONDE	SÍ	VIGILO_TEMAS_FINANCIEROS	NO
PREGUNTA_RELACIÓN_INVERSIÓN_PÉRDIDA	NO	IMG_EMPENÑO	NO	METAS_FINANCIERAS	NO
PREGUNTA_INFLACIÓN_COSTO_VIDA	NO	IMG_TRABAJO_EXTRA	SÍ	DINERO_PARA_GASTAR	NO
PREGUNTA_INVERSIÓN_DIVERSIFICACIÓN	SÍ	IMG_SOBREGIRO	SÍ	INGRESO_MENOR_GASTOS	NO
PREGUNTA_SEGURO_DE_DEPÓSITOS	NO	IMG_HIPOTECA	SÍ	TIEMPO_INGRESOS_CUBREN_GASTOS	NO
AHORRO_HOGAR	SÍ	IMG_PRÉSTAMO_EMPLEADOR	SÍ	PAGOS_CELULAR	NO
AHORRO_CADENAS	NO	IMG_MORA	SÍ	NIVEL_EDUCATIVO	NO
AHORRO_INVERSIÓN	SÍ	IMG_REDUCCIÓN_GASTOS	SÍ	SITUACIÓN_LABORAL	NO
AHORRO_FAMILIA	NO	IMG_AHORROS	NO	INGRESO_ESTABLE	NO
AHORRO_CUENTAS	NO	IMG_FIADO	NO	INGRESO	NO
AHORRO_DEPÓSITOS_TÉRMINO_FIJO	NO	IMG_LÍNEA_CRÉDITO	SÍ	EDAD	NO
AHORRO_CUENTAS_FRECUENTE	NO	IMG_FONDO_PENSIONES	NO	ESTRATO	NO
AHORRO_PROPIEDADES	SÍ	IMG_AMIGOS	SÍ	PRESUPUESTO_PLAN_EXACTO	NO
AHORRO_NO	NO	IMG_FONDOS_COLECTIVOS	SÍ	PRESUPUESTO_CUMPLE_FRECUENTEMENTE	NO
AHORRO_NO_RESPONDE	SÍ	IMG_PRESTAMISTA_INFORMAL	NO	ELECCIÓN_PRODUCTO	NO
PS_FAMILIAS_EN_ACCIÓN	NO	IMG_CRÉDITO_PERSONAL	NO	MONTO_SEGURO_DE_DEPÓSITOS	NO
PS_RED_UNIDOS	SÍ	IMG_TARJETA_CRÉDITO	NO	RECIBO_HONORARIOS	NO
PS_BANCA_OPORTUNIDADES	SÍ	IMG_VENTAS	NO	BENEFICIOS_LABORALES	NO
PS_PROGRAMA_OFERTA_AGROPECUARIA	SÍ	IMG_OTRO	SÍ	#PRODUCTOS_CONOCE	NO
PS_AGRO_INGRESO_SEGURO	SÍ	IMG_NO_RESPONDE	SÍ	#FORMA_DE_AHORRO	NO
PS_INCORA	SÍ	IMG_NO_APLICA	NO	#PROGRAMAS_SOCIALES	NO
PS_ADECUACIÓN_TIERRAS	SÍ	ZONA	NO	#PRODUCTOS_TENENCIA	NO
PS_ALIANZAS_PRODUCTIVAS	SÍ	REGIÓN	NO	#PRODUCTOS_ELECCIÓN	NO
PS_PADEMER	SÍ	ESTADO_CIVIL	NO	#FUENTES_INFORMALES	NO
PS_MUJER_RURAL	NO	MENORES_18	SÍ	#FORMAS_CUBRIR_GASTOS	SÍ
PS_JÓVENES_RURALES	SÍ	MAYORES_18	SÍ	#RESPUESTAS_CORRECTAS	NO
PS_MECANISMO_CRÉDITO_INVERSIÓN	SÍ	RESPONSABLE_DECISIONES	NO		

Fuente: elaboración de las autoras.

variables explicativas y la variable de interés, se procedió a realizar las estimaciones con las variables que resultaron significativas dentro de cada módulo de preguntas. En el cuadro 2 se presentan los resultados de dichas estimaciones.

Conocer un producto financiero pero no poseer ninguno está relacionado con un bajo nivel educativo de los encuestados, siendo más frecuente entre quienes no alcanzan el nivel educativo de bachillerato completo, es decir, aquellos sin educación o con solo preescolar, primaria incompleta y completa, y bachillerato incompleto. A partir del bachillerato completo se observa una contribución positiva a la probabilidad de conocer y tener algún producto financiero, la cual se ubica en un 5.0% y un 4.2% para el caso de bachillerato completo y técnico incompleto, respectivamente. Esta probabilidad sigue siendo positiva y mucho más grande para los niveles de educación siguientes (técnica completa, universitaria incompleta y completa, posgrado), ubicándose en promedio en un 15.1%.

Por otro lado, se observa una relación entre la condición de conocer y no tener algún producto financiero con la carencia de un presupuesto y no ser el directo responsable del manejo del dinero en el hogar. De esta forma, se aprecia que la probabilidad de conocer y tener algún producto financiero entre quienes no realizan un presupuesto es 0.45 veces la de los que sí lo hacen. Dicha probabilidad es de 0.5 veces

entre los encuestados que delegan el manejo del dinero del hogar a la pareja o a otra persona y los que lo manejan directamente. Los factores mencionados reflejan la importancia de la promoción de programas de educación que incluyan un énfasis en la economía del hogar, como un paso previo para incrementar la tenencia de productos financieros por parte de la población. Esto último es respaldado por las recomendaciones que hace el Banco Mundial (2013)



para mejorar las capacidades financieras en Colombia, con base en los resultados de la encuesta nacional sobre comportamientos, actitudes y conocimientos financieros.

Asimismo, la no tenencia de productos financieros pese a su conocimiento se relaciona con el nivel de estrato más bajo, situarse entre los dos rangos más bajos de ingresos y estar desempleado, incapacitado o dedicarse a las labores domésticas

dentro del hogar. Con respecto al estrato socioeconómico, se aprecia que pertenecer a los estratos 4, 5 y 6 incrementa en 2.9 puntos porcentuales (pp), 2.8pp y 5.1pp, en su orden, la probabilidad de conocer y poseer productos financieros. En contraste con lo esperado, esta probabilidad es positiva para los estratos 2 y 3, aunque su nivel promedio es de solo un 1.6%. En cuanto a la situación laboral, se debe mencionar que ser dueño del propio negocio y tener al menos un empleado incrementa en 2.3pp la probabilidad de conocer y tener, mientras que ser empleado a tiempo completo lo hace en 2.5pp. Este resultado es consistente con varios de los trabajos mencionados en la sección II, donde se refleja la importancia de la estabilidad y seguridad financiera como determinante de la inclusión financiera.

De igual manera, se observa que no ahorrar bajo ningún medio se relaciona con no poseer ningún producto financiero aunque se conozca de su existencia. En términos de probabilidad, se observa que cuando los encuestados manifiestan ahorrar en uno, dos o tres medios diferentes, la probabilidad de conocer y tener un producto financiero aumenta en 2.7pp, 8.5pp y 1.6pp, respectivamente.

Finalmente, se debe resaltar que, con respecto al estado civil de los encuestados, ser viudo resulta ser la única variable que afecta significativamente la tenencia de un producto, mientras que el género y la edad no parecen tener una relación marcada con la

FACTORES QUE AFECTAN LA TENENCIA DE PRODUCTOS FINANCIEROS

Cuadro 2. Estimación entre variables explicativas y la de interés

Variable explicativa			Estimado	Exp(coefficients)
GÉNERO	CyT	Femenino	(0.33) **	0.72
PREGUNTA INFLACIÓN	CyT	No	(0.58) ***	0.56
PREGUNTA INTERÉS SIMPLE	CyT	No	(1.26) ***	0.28
PREGUNTA INVERSIÓN-PÉRDIDA	NC	Falso	1.46 ***	4.29
AHORRA EN CUENTAS CORRIENTES O DE AHORRO	CyT	No	(2.47) ***	0.08
AHORRA EN DEPÓSITOS A TÉRMINO FIJO	CyT	No	(4.10) ***	0.02
AHORRA HACIENDO DEPÓSITOS	CyT	No	(2.44) ***	0.02
NO AHORRA	CyT	No	1.27 ***	3.55
UTILIZA SUS AHORROS CUANDO SUS INGRESOS SON MENORES A SUS GASTOS	CyT	No	(1.02) ***	0.36
PIDE FIADO CUANDO SUS INGRESOS SON MENORES A SUS GASTOS	CyT	No	0.51 *	1.67
UTILIZA EL FONDO DE PENSIONES CUANDO SUS INGRESOS SON MENORES A SUS GASTOS	CyT	No	(1.57) ***	0.21
UTILIZA UN CRÉDITO CUANDO SUS INGRESOS SON MENORES A SUS GASTOS	CyT	No	(1.22) **	0.29
REGIÓN	CyT	Caribe	(1.03) ***	0.36
		Central	(0.88) ***	0.42
		Oriental	(0.49) *	0.61
		Pacífica	(0.92) ***	0.40
		Suroriental	(0.82) **	0.44
ESTADO CIVIL	CyT	Soltero	(0.24)	0.79
		Viudo	(1.13) ***	0.32
RESPONSABLE DE LAS DECISIONES EN EL HOGAR	CyT	Usted y su pareja	0.27	1.31
		Su pareja	(0.66) **	0.52
		Otro miembro de la familia	(0.60) ***	0.55
PRESUPUESTO	CyT	No	(0.78) ***	0.46
	NC	No	0.76 *	2.14
NIVEL EDUCATIVO	CyT	Bachillerato completo	1.62 **	5.04
		Técnica incompleta	1.44 *	4.21
		Técnica completa	2.55 ***	12.85
		Universidad incompleta	2.75 ***	15.67
		Universidad completa	2.82 ***	16.80
	NC	Bachillerato completo	(1.78) *	0.17
SITUACIÓN LABORAL	CyT	Dueño de un negocio	0.84 **	2.31
		Empleado	0.91 ***	2.48
		Hogar	(1.02) ***	0.36
		Desempleado	(0.78) **	0.46
		Incapacitado para trabajar	(1.29) *	0.27
INGRESO	CyT	De \$378.001 a \$756.000	0.98 ***	2.65
		De \$756.001 a \$1.512.000	1.40 ***	4.06
		De \$1.512.001 a \$3.024.000	2.54 ***	12.72
		De \$3.024.001 a \$6.048.000	2.06 ***	7.82
		Más de \$6.048.000	2.36 **	10.56
	NC	De \$189.001 a \$378.000	(0.94) *	0.39
		De \$378.001 a \$756.000	(0.82) *	0.44
		De \$756.001 a \$1.512.000	(2.52) **	0.08
ESTRATO	CyT	2	0.27 *	1.31
		3	0.58 ***	1.78
		4	1.06 ***	2.89
		5	1.01 *	2.76
		6	1.63 *	5.12
CUMPLE CON SU PRESUPUESTO	CyT	A veces	0.78 *	2.18
		Nunca	0.75 ***	2.11
RECIBE BENEFICIOS LABORALES	CyT	No	(1.38) ***	0.25
NÚMERO DE PROGRAMAS SOCIALES	CyT	1	(0.52) ***	0.59
EDAD	CyT	Entre 60-69	(0.53) *	0.59
		Mayor de 70	(0.82) **	0.44
	NC	Mayor de 70	1.60 ***	4.94

Fuente: elaboración de las autoras.

no tenencia, pese a su conocimiento. Sin embargo, al analizar las probabilidades estimadas de conocer y tener al menos un producto financiero, se encuentra que ser mujer y tener más de 60 años disminuye dicha probabilidad.

V. Conclusiones

La identificación de los factores que inciden sobre la tenencia de productos financieros en cualquier economía se ha considerado de gran importancia dados los efectos positivos que este comportamiento tiene sobre la estabilidad financiera, el crecimiento y el desarrollo económico. A nivel internacional se reconoce la importancia de llevar a cabo estudios de medición no solo de los niveles de uso y acceso a los productos financieros, sino también de los determinantes relacionados con la decisión de acceder al sistema financiero o mantenerse fuera de este. Con este objetivo se utilizaron los resultados de la Encuesta de Medición de las Capacidades Financieras en Colombia que se llevó a cabo en 2013 para encontrar los factores que explican que las personas aun conociendo los productos financieros no los tengan.

Este tema resulta de gran interés para el país dado que el 44.2% de los encuestados que manifiestan conocer al menos un producto financiero no tiene ninguno. Es importante mencionar que este comportamiento puede estar asociado a determinantes de oferta y demanda, pero partiendo del hecho de que en Colombia todas las municipios cuentan con al menos un punto de acceso y que existen productos financieros simplificados, se supone que los factores que explican la no tenencia de productos financieros están relacionados en mayor medida con las

“Los resultados muestran que las personas con un nivel educativo superior al medio (bachillerato) tienen más relación con conocer y tener un producto financiero que aquellas sin educación, lo cual ratifica la importancia de la educación como mecanismo para promover los niveles de inclusión financiera.”

características sociodemográficas de las personas y sus preferencias. En este sentido, el objetivo de este trabajo es estudiar los factores de demanda que explican que, pese a conocer la existencia de productos financieros, las personas decidan no incluirlos dentro de su portafolio de consumo e inversión.

Los resultados muestran que las personas con un nivel educativo superior al medio (bachillerato) tienen más relación con conocer y tener un producto financiero que aquellas sin educación, lo cual ratifica la importancia de la educación como mecanismo para promover los niveles de inclusión financiera. En cuanto a algunos comportamientos financieros, como no realizar un presupuesto y no ser el responsable de las decisiones del hogar, se encuentra que este tipo de personas son más renuentes a tener productos financieros cuando los conocen, comparados con aquellos que sí realizan presupuesto y aquellos que toman las decisiones del hogar. De esta forma, no solo es importante promover la educación financiera a nivel conceptual, sino promover programas de educación que inclu-

yan un énfasis en la economía del hogar, lo cual ha mostrado ser uno de los principales condicionantes para mejorar las capacidades financieras en Colombia.

Por otra parte, y como es evidente en la literatura mencionada, situarse en rangos bajos de ingreso y no tener actualmente una fuente estable de los mismos está relacionado con la no tenencia de productos financieros; de ahí la importancia de continuar avanzando en los esfuerzos para promover la formalidad laboral. Por el contrario, un estrato socioeconómico alto incrementa la probabilidad de conocer y poseer productos financieros. Adicionalmente, las variables de género y edad no parecen tener una relación marcada con el hecho de no tener ningún producto financiero, cuando al menos uno se conoce.

Los resultados que se encuentran en este estudio son una primera aproximación a entender por qué las personas deciden no tener productos financieros, pese al conocimiento de los mismos. A futuro, y con más información disponible, es posible profundizar en la importancia de las variables asociadas al comportamiento, aspectos psicológicos y capacidad cognitiva de los individuos. La promoción de estos estudios sigue siendo de especial interés para el país ya que pueden ayudar a establecer aquellos factores que deberían ser de importancia alta para la elaboración de políticas en pro de la tenencia de productos financieros en Colombia y, por ende, del aumento en los niveles de inclusión financiera y sus beneficios sobre la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Finalmente, se debe resaltar que las políticas que se implementen para mejorar los niveles de inclusión financiera deben ser integrales y procurar ver el panorama completo de oferta y demanda. ■■■

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agresti A. (2007), *An Introduction to Categorical Data Analysis*, Second edition, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey.
- Altunbas Y., Thornton J. y Kara A. (2010), *What Determines Financial Exclusion? Evidence from Bolivian Household Data*, Bangor Business School Working Paper, No. 18.
- Banco Mundial (2013), Capacidades financieras en Colombia: resultados de la encuesta nacional sobre comportamientos, actitudes y conocimientos financieros.
- Banco Mundial (2014), "Global Financial Development Report: Financial Inclusion", disponible en <<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPORT/0,,contentMDK:23489619~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.htm>>.
- Beck T. Demircug-Kunt A. y Levine R. (2007), *Finance, Inequality and the Poor*, disponible en <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Finance_Inequality_and_the_Poor.pdf>.
- Bruhn M. y Love I. (2014), "The Real Impact of Improved Access to Finance: Evidence from Mexico", *The Journal of Finance*, Vol. LXIX, No. 3.
- Burgess R. y Pande R. (2005), "Can Rural Banks Reduce Poverty? Evidence from the Indian Social Banking Experiment", *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, pp. 780-795.
- Cámara N., Haring A., Sorensen G. y Tuesta D. (2015), "Inclusión financiera y sus determinantes: el caso argentino", *Documento de Trabajo* No. 15/04, BBVA Research.
- Cano C., Esguerra M., García N., Rueda J. y Velasco A. (2013), "Acceso a servicios financieros en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 776, Banco de la República de Colombia.
- Djankov S., Miranda P., Seira E. y Sharma S. (2008), "Who are the Unbanked?", *Policy Research Working Paper*, No. 4647, The World Bank.
- García N., Grifoni A., López J. y Mejía D. (2013), "La educación financiera en América Latina y el Caribe. Situación actual y perspectivas", *Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva*, No. 12, Banco de Desarrollo de América Latina.
- Gómez J., Jaramillo J. Meissel A. (2016), "El uso de efectivo y tarjetas débito y crédito en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 950, Banco de la República de Colombia.
- Karlan D., Ratan A. L. and Zinman J. (2014), "Savings by and for the Poor: A Research Review and Agenda", *The Review of Income and Wealth* 60: 36-78.
- King R. y Levine R. (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-737.
- Levine R. and Zervos S. (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp. 537-558.
- Murcia A. (2017), "Determinantes del acceso al crédito de los hogares colombianos", *Borradores de Economía*, No. 449, Banco de la República de Colombia.
- Roa M. J. (2013), "Financial Education and Behavioral Finance: New Insights into the Role of Information in Financial Decisions", *Journal of Economic Surveys* 27: 297-315.
- Rodríguez S. y Riaño F. (2016), "Determinantes del acceso a los productos financieros en los hogares colombianos", *Estudios Gerenciales*, Vol. 32, pp. 14-24, .
- Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bin R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Sabrowski C., Sviridzenka K. y Yousefi S. (2015), "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>>.
- Salamanca D. (2014), "Estrategia de inclusión financiera", ponencia presentada en el V Congreso Nacional de Asomicrofinanzas, Santiago de Cali, Colombia, 16 de mayo.
- Songul H. (2011), "The Relationship between the Financial Development and the Economy Growth in Turkey", disponible en <<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=120555>>.
- The Economist Intelligence Unit (2015), "Global Microscope 2015. The Enabling Environment for Financial Inclusion", disponible en <https://centerforfinancialinclusionblog.files.wordpress.com/2015/12/eiu_microscope_2015_web.pdf>.



Colmena

Seguros

Colmena Seguros S.A.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

VIGILADO

Asegurando el progreso de Martica, aseguramos el progreso de todos.

Cuando una persona como Martica progresa, no solo progresa ella y su familia, sino toda una comunidad: sus vecinos, sus compañeros de trabajo, las personas que la contratan y las personas que ella misma contrata. No permitamos que el progreso de ningún colombiano se vea interrumpido.

Aseguremos el progreso de todos con los Seguros de Personas y Riesgos Laborales de **Colmena Seguros**.

Colmena Seguros, una compañía diferente para un futuro diferente.

www.colmenaseguros.com

Factoring

Reciba el pago anticipado de sus facturas de forma rápida, fácil y segura.



- ✓ Genera liquidez inmediata.
- ✓ Obtiene descuentos a tasas favorables.
- ✓ Facilita el acceso a cupos de crédito.
- ✓ Mejora sus indicadores financieros.(Capital de trabajo, Flujo de caja operacional y Cuentas por cobrar).
- ✓ Asegura una fecha de pago de sus facturas.
- ✓ Optimiza el recaudo de su cartera.
- ✓ Contribuye al aprovechamiento de descuentos comerciales.
- ✓ Permite el crecimiento de su negocio.
- ✓ Incrementa su capital de trabajo.

Consulte más información en **avillas.com.co**

Comuníquese en Bogotá con nuestro **Especialista de Factoring Red Oficinas:** 2419600 Ext. 5737
o a la **Dirección de Factoring:** 2419600 Ext. 5191- 5379 - 5685 - 87678 - 87679

CNE Medellín 6041477 Ext. 83502 **CNE Barranquilla** 3850730 Ext. 87546

CNE Cali 4855487 Ext. 87588

VIGILADO
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA



¿En qué quedó la Reforma Tributaria Estructural (Ley 1819 de 2016)? *

En diciembre de 2016, el Congreso aprobó la cuarta reforma tributaria de la Administración Santos I-II, como la Ley 1819 de 2016. A pesar de que la propuesta original fue significativamente mermada en su objetivo de recaudo neto adicional (1.3% del PIB propuesto vs. 0.6% del PIB obtenido, según cálculos recientes de Anif), dicha Reforma logró aprobar elementos importantes de carácter estructural. Por ejemplo, la tasa de tributación efectiva de las firmas se redujo del 43% hacia el 33% (en el horizonte 2017-2020), al tiempo que se elevó de forma inmediata la tasa general del IVA del 16% al 19% y se incrementó (aunque moderadamente) la tasa efectiva de los hogares más pudientes, pasando del 3% al 6% para ingresos de \$10 millones/mes o del 20% al 23% para ingresos de \$60 millones/mes.

Este fue el costo de una “economía política” mal manejada por parte de Santos I-II en al menos tres frentes: i) haber insistido en su errado cometido de “escribir en piedra” el no incrementar los tributos para ser reelegido, recargándose en la ilusión de la “locomotora minero-energética” durante el período 2012-2014; ii) haber tenido que entrar a enmendar (particularmente en 2017-2018) el craso error de adoptar una tributación efectiva hasta del 53% para las firmas

que fueron grandes contribuyentes durante 2015-2016 (incluyendo aquí el efecto de la sobretasa del CREE y del Impuesto a la Riqueza de la Ley 1739 de 2014); y iii) haber postergado hasta el último momento la discusión de dicha Ley 1819 de 2016, por cuenta del azaroso proceso de paz, dando demasiadas ventajas a posiciones gremiales miopes en materia de impuestos específicos, tales como las bebidas azucaradas, las zonas francas o el manejo de tasas preferenciales en

materia de IVA (ver *Informe Semanal* No. 1339 de octubre de 2016).

En efecto, durante su trámite en el Congreso se terminó materializando una “semi-tragedia” de los comunes tributaria, al perder esa Reforma una de sus tres “patas estructurales”: la referida a la mayor progresividad

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1347 del 23 de enero de 2017.

¿EN QUÉ QUEDÓ LA REFORMA TRIBUTARIA ESTRUCTURAL (LEY 1819 DE 2016)?



“Al haberse drenado el recaudo adicional por año a solo el 0.6% del PIB en la Ley 1819 de 2016, es claro que Colombia solo podría escapar su reducción en la calificación de riesgo (actualmente en dos niveles por encima del grado de inversión) si el nuevo gobierno (en agosto de 2018) se compromete a buscar por lo menos un recaudo adicional del 2% del PIB y/o a recortar el gasto público de forma estructural.”

en la tributación de los hogares. Allí pesó el falso argumento del Congreso de “defenderse ellos como supuesta clase media”, lo cual impidió elevar de forma significativa la tasa efectiva para ingresos superiores a los \$5-10 millones/mes, a sabiendas de que cerca del 80% de los trabajadores devenga menos de \$1.5 millones/mes, equivalente a 2SML. Más aún, también como resultado de una torpe promesa de campaña de Santos II, el Proyecto de Ley ni siquiera llegó a incluir la propuesta de entrar a gravar las pensiones que superaran los \$10 millones/mes. Sin lugar a dudas, la mayor vergüenza de “captura gremial del Congreso” fue el rechazo al impuesto a las bebidas azucaradas, desoyendo los argumentos técnicos del MHCP y el Minsalud.

Tal como veremos, el recaudo adicional neto que requiere Colombia para entrar a honrar la llamada Regla

Fiscal (durante 2018-2020) es del orden del 3% del PIB por año (según cuentas del propio MHCP; el cálculo de Anif llega al 4% del PIB, ver *Informe Semanal* No. 1323 de julio de 2016). Pues bien, el Proyecto de Ley 163 de 2016 (Senado) de entrada se quedaba corto en tal cometido, pues tan solo proponía allegar un 1.3% del PIB adicional (la mitad del requerido). Al haberse drenado el recaudo adicional por año a solo el 0.6% del PIB en la Ley 1819 de 2016, es claro que Colombia solo podría escapar su reducción en la calificación de riesgo (actualmente en dos niveles por encima del grado de inversión) si el nuevo gobierno (en agosto de 2018) se compromete a buscar por lo menos un recaudo adicional del 2% del PIB y/o a recortar el gasto público de forma estructural en una suma equivalente. Este es un tema central de análisis que deberá abordar la Comisión de Expertos en

Gasto Público (aprobada en el Art. 361 de dicha Ley 1819 de 2016), teniendo en cuenta que, en el corto plazo, lucen inevitables las mayores presiones de gasto provenientes de Colpensiones, del sistema de salud y de las vigencias futuras relacionadas con la infraestructura.

Recaudo bajo la Ley 1819 de 2016 vs. Proyecto de Ley 163 de 2016 (Senado)

Tributos marchitados y restituidos

Recordemos que la Ley 1739 de 2014 había aprobado eliminar el Imporriqueza a partir de 2018, tanto para personas naturales como para firmas. Ello significaba perder cerca del 0.6% del PIB en recaudo por año de forma permanente (= 0.5% del PIB proveniente de las firmas + 0.1% del PIB proveniente de las personas naturales), ver cuadro 1.

De otra parte, esa misma Ley 1739 de 2014 había aprobado el marchitamiento del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF o 4x1.000) durante 2019-2021, pero La Ley 1819 de 2016 lo que hizo fue adoptar ese GMF de forma permanente a partir de 2017 (esto sin haber estudiado a profundidad sus perversos efectos en materia de promoción de la informalidad económica, ni por parte del MHCP, ni de la Comisión de Expertos Tributarios, ni del Banco de la República). En este frente entonces lo que ocurrió fue una simple “restitución” de un gravamen que ya existía, cuyo recaudo del 0.8% del PIB entonces no debe contarse como “recaudo adicional” (en sentido macrofiscal estricto).

Cuadro 1. Recaudo tributario adicional: Proyecto de Ley 163 de 2016 (Senado)
(% del PIB)

	2017	2018	2019	2020	Promedio anual 2017-2020
I. Tributos marchitados	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-0.7
4x1.000	0.0	0.0	-0.2	-0.4	-0.2
Impuesto Riqueza	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5
Firmas	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Individuos	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
II. Tributos restituidos	0.0	0.0	0.2	0.4	0.2
4x1.000	0.0	0.0	0.2	0.4	0.2
III. Tributos compensatorios	0.0	0.4	0.7	0.6	0.4
Firmas (43% al 32% en Impormenta)	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8
Individuos (20% al 27% en tasa efectiva ingresos elevados)	0.7	1.1	1.5	1.4	1.2
IV. Nuevos tributos	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4
IVA (16% al 19%)	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9
Expansión base IVA	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Bebidas azucaradas	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Tabaco	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
Combustibles	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividendos	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
V. Nuevo Recaudo Neto (= I+II+III+IV)	1.0	1.2	1.5	1.5	1.3
Memo:					
Esfuerzo antievasión	0.0	0.0	0.3	0.4	0.2
IVA	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1
Entidades sin Ánimo de Lucro	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Recaudo tributario/PIB (neto de ciclo económico)	14.7	14.9	15.2	15.2	15.0

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

Tributos compensatorios

El cuadro 1 también presenta la pérdida de ingresos tributarios proveniente de la reducción en el Impormenta empresarial (bajo el nuevo “Impuesto a las Utilidades Empresariales” de la Ley 1819 de 2016). Inicialmente, se contemplaba reducir, de manera escalonada, la tasa efectiva del 43% de 2016 (= 25% Impormenta + 9% CREE + 9% sobretasa) al 32% en 2019, ganando en formalización y, eventualmente, hasta ampliar los efectos contables de las normas NIIF. Pero esta propuesta pro-competitividad de las firmas implicaba una caída en el recaudo

del 0.8% del PIB por año, la cual se elevaba hasta el 1.3% del PIB al incluir la desaparición del Imporriqueza (antes comentado).

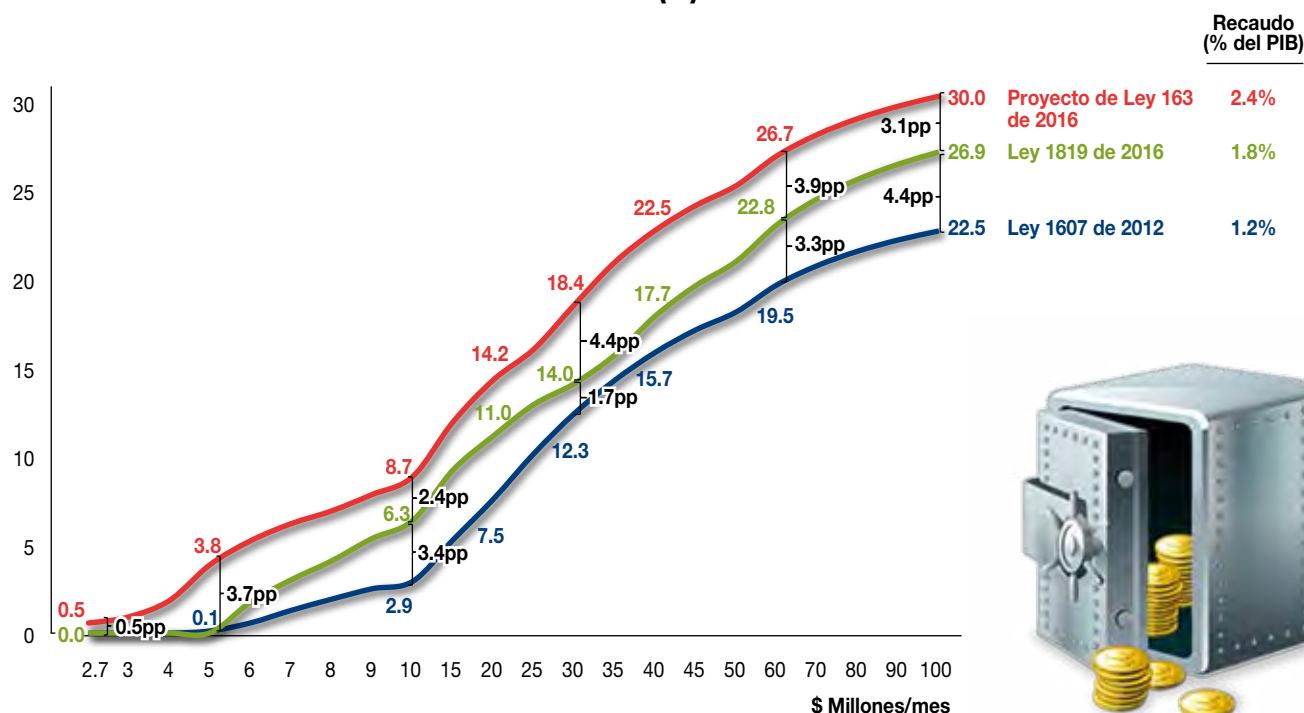
Esta reducción en la tributación empresarial buscaba compensarse (plenamente) con la mayor progresividad en la tributación de las personas naturales, recurriendo a: i) establecer seis rangos marginales del 0% al 35% (vs. los cuatro anteriores); ii) adoptar topes relativos (con tasa marginal máxima del 35% en renta líquida) y topes absolutos en deducciones-exenciones (3.500 UVT), lo cual implicaba mayor progresividad para deducciones a partir de \$104

millones/año; y iii) mejor monitoreo al pretender incorporar hasta unos 450.000 nuevos declarantes por cuenta de reducir el piso de declaración de los \$3.7 millones/mes a los \$2.7 millones/mes.

De haberse aprobado esa propuesta, las tasas efectivas de tributación se habrían incrementado sustancialmente para los individuos de elevados ingresos, ver gráfico 1. Por ejemplo, personas con ingresos de \$10 millones/mes pagarían tasas efectivas del 8.7% (vs. el 2.9% vigente bajo el IMAN, +5.8pp) o los de \$60 millones/mes habrían llegado al 26.7% (vs. el 19.5% vigente,

¿EN QUÉ QUEDÓ LA REFORMA TRIBUTARIA ESTRUCTURAL (LEY 1819 DE 2016)?

Gráfico 1. Tasas de tributación efectivas - Persona natural (%)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

+7.2pp), siendo estas últimas tasas similares a las de países desarrollados.

Infortunadamente, el Congreso (con su “miopía social”) redujo a un poco menos de la mitad la progresividad propuesta, con lo cual la ganancia en tributación efectiva de los hogares de la Ley 1819 de 2016 tan solo bordearía un 0.6% del PIB (vs. 1.2% de la propuesta inicial), ver cuadro 2. Entre otras razones, por el incremento del límite de deducciones del 35% al 40% (= 25% renta salarial exenta + 15% AFCs-voluntarias y similares). Para aminorar la pérdida neta en el recaudo, el gobierno propuso y el Congreso aprobó un menor alivio en la tasa de las firmas (en 1pp), quedando en un 40% en 2017, un 37% en 2018 y un 33% de 2019 en adelante.

Nótese que el gobierno, para evitar que se secase la fuente presupuestal del

desmante de parafiscales laborales del 13.5% (ICBF, Sena y salud), mantuvo la destinación específica, pero ahora a cargo de 9 puntos del Imporrenta empresarial (vs. su financiación anterior vía CREE). Infortunadamente, allí se mantuvo el error de indexar (innecesariamente) esos gastos a razón de IPC + 2% por año.

Nuevos tributos y balance neto del recaudo

El cuadro 1 ilustra el efecto de los “nuevos” tributos bajo el Proyecto de Ley 163 de 2016, donde el grueso del recaudo del 0.9% del PIB provenía del incremento en la tasa general del IVA del 16% al 19% y solo un 0.1% del PIB resultaba de la ampliación de la base hacia vivienda nueva (a tasas del 5%) o telecomunicaciones (para estratos altos).

Si bien la Ley 1819 de 2016 logró incrementar la tasa general del IVA del 16% al 19%, Anif ha evaluado que probablemente se perdió la mitad del efecto esperado en materia de ampliación de la base de esta tasa general (excluyendo obviamente el efecto sobre la canasta básica, lo cual, con buen criterio, el gobierno evitó alterar, dados los riesgos jurídicos ante la Corte Constitucional). Porejemplo, muchas partidas quedaron con tasas del 5% (diversos alimentos, toallas higiénicas, insumos agrícolas) o su aplicación sería a valores absolutos de los bienes-servicios (internet, celulares, bicicletas). Si bien el asfalto quedó gravado al 19%, ello aplicaría solo para nuevos contratos.

En el frente de los impuestos a los vicios, el Proyecto de Ley contemplaba recaudos cercanos al 0.2% del PIB/año (una cifra significativa y justificable desde el punto de vista de disuasión

del consumo de bienes dañinos para la salud). Ello provenía de: i) el impuesto a las bebidas azucaradas, a razón de \$300/litro (el cual habría generado cerca del 0.1% del PIB con destinación específica para el sector salud); y ii) el impuesto al tabaco, el cual pasaría de los actuales \$700/cajetilla a los \$2.100/cajetilla. Ya mencionamos cómo “la captura gremial” del Congreso terminó abortando o recortando muchas de estas propuestas.

Finalmente, en lo concerniente al Impuesto a los Dividendos, la Ley 1819 de 2016 mantuvo su aplicación a las personas naturales con residen-

cia fiscal en Colombia, con tasas tributarias del 5% (para ingresos en el rango \$18-30 millones/mes) y del 10% (para ingresos superiores a los \$30 millones/mes). El cambio provino de menores tasas para los inversionistas externos (5% vs. el 10% de la propuesta original del gobierno), lo cual estaría reduciendo su recaudo a solo el 0.075% del PIB (vs. el 0.1% del Proyecto de Ley o el 0.3% del PIB que con buen tino había planteado la Comisión al proponer esquemas parecidos al antiguo sistema de Chile).

En este último frente, parecen haberse acallado las voces gremiales

que, erradamente, comparaban la suma de Imporrenta + Impodividendos de Colombia (36.4% en 2019 = 33% de Imporrenta + 3.4% de Impodividendos) con el “mero” Imporrenta de la OECD (25%). Claramente, dichos valores terminales de Imporrenta + Impodividendos en Colombia resultan inferiores a la suma correspondiente al promedio de la OECD (40%) y también frente a nuestros competidores directos Chile (40%) y México (40% para residentes, aunque se reduce al 35% para inversionistas externos provenientes de países con tratados para evitar la doble tributación).

Cuadro 2. Recaudo tributario adicional: Ley 1819 de 2016 (% del PIB)

	2017	2018	2019	2020	Promedio anual 2017-2020	Diferencia vs. Proyecto de Ley
I. Tributos marchitados	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-0.7	0.0
4x1.000	0.0	0.0	-0.2	-0.4	-0.2	0.0
Impuesto Riqueza	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	0.0
Firmas	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.0
Individuos	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
II. Tributos restituidos	0.0	0.0	0.2	0.4	0.2	0.0
4x1.000	0.0	0.0	0.2	0.4	0.2	0.0
III. Tributos compensatorios	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.4
Firmas (43% al 33% en Imporrenta)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	0.1
Individuos (20% al 23% en tasa efectiva ingresos elevados)	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6	-0.6
IV. Nuevos tributos	1.1	1.2	1.2	1.3	1.2	-0.2
IVA (16% al 19%)	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	0.0
Expansión base IVA	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	-0.05
Bebidas azucaradas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Tabaco	0.04	0.04	0.07	0.07	0.05	-0.02
Combustibles	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Dividendos	0.075	0.075	0.075	0.075	0.075	-0.025
V. Nuevo Recaudo Neto (= I+II+III+IV)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	-0.6
Memo:						
Esfuerzo antievasión	0.0	0.0	0.3	0.4	0.2	0.0
IVA	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1	0.0
Entidades sin Ánimo de Lucro	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
Recaudo tributario/PIB (neto de ciclo económico)	14.3	14.2	14.4	14.4	14.3	-0.6

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

RIESGO INDUSTRIAL



Estudio Anual

SUSCRIBASE AL MEJOR ANÁLISIS SECTORIAL

Esencial para entidades financieras, conglomerados y otras grandes firmas con intereses diversificados, que requieren información sobre las tendencias, los riesgos y la coyuntura sectorial para la toma de decisiones.

Mediante una metodología propia, ANIF integra la información macroeconómica y sectorial y la proveniente de encuestas, para evaluar las perspectivas de cada sector, con especial atención a los factores que implican riesgo para los inversionistas.

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: comercial@anif.com.co
Teléfonos: (051) 307 3295, 310 1500 ext. 122 y 111
Celular: 310 561 7197 · Bogotá - Colombia

Conclusiones

Hemos visto cómo la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 mantuvo valiosos elementos estructurales, aunque se quedó corta en su meta de incrementar la relación Recaudo/PIB de forma significativa (se obtuvo 0.6% del PIB vs. 1.3% del PIB propuesto vs. 3% del PIB requerido por la Regla Fiscal). En vez de haber compensado uno-a-uno el menor recaudo de las firmas con el incremento en los hogares, la mitad del recaudo adicional del IVA tuvo que utilizarse para taponar la menor progresividad tributaria que finalmente aprobó el Congreso en cabeza de los hogares.

Anif ha calculado que las ganancias en recaudo neto tan solo estarían incrementando la presión tributaria del Gobierno Central hacia niveles cercanos al 14.3% del PIB durante 2017-2020 (vs. el 13.7% del PIB observado en 2016). Cabe aclarar que estamos suponiendo “neutralidad tributaria frente al ciclo económico”, lo cual quiere decir que dicha presión podría caer por efecto de la desaceleración económica de 2015-2016.

Así, esa presión tributaria definitivamente se queda corta frente a la meta del 17% del PIB que hoy se observa en promedio en América Latina. Adicionalmente, se tienen dos agravantes: i) la inoperancia de la Regla Fiscal para propósitos de estabilizar la deuda pública, ya que esta mira son factores anticíclicos relacionados con petróleo y crecimiento potencial; y ii) presiones de gasto crecientes en los frentes de seguridad social (salud-pensiones) y los potenciales disparos de vigencias futuras (principalmente derivados de las garantías de tráfico de las obras de infraestructura 4G). De allí la importancia de activar pronto la Comisión de Gasto Público (Art. 361 de la Ley 1819 de 2016), la cual tendrá la difícil tarea de evitar que esos desbordes del gasto respecto a la baja presión tributaria eleven la relación de Deuda Pública Consolidada/PIB hacia el rango 55%-60% durante 2017-2018, lo cual nos llevaría a perder entonces el grado de inversión.

En este último frente, resulta diciente la reciente decisión de S&P de mantener la perspectiva negativa en la calificación crediticia colombiana (a pesar de la aprobación de la Ley 1819 de 2016). Allí pesaron, además de la “peluqueada” en los tributos esperados, los persistentes lastres en cabeza del menor crecimiento potencial y las debilidades en las cuentas externas, ver *Informe Semanal* 1346 de enero de 2017. **ANIF**

Transmisión de la política monetaria en Colombia:

¿Qué tanto sabemos? *



Anif ha venido señalando que tal vez sabemos y entendemos menos de lo requerido sobre la operación del canal de transmisión crediticia en Colombia; infortunadamente, estos son temas que no tienden a resolverse a través de añadir procesos econométricos complejos (ver *Borradores de Economía* No. 535 de 2008 y No. 684 de 2011). Lo que realmente requerimos es lograr un “primer mapeo” sobre cómo es que operan (en la vida real, no en los libros de texto) los bancos frente a los riesgos (“pricing”) de su clientela.

En particular, nos interesa averiguar, de una parte, cuáles son los criterios bancarios en materia de adopción de “tasas de interés fijas” (en términos nominales y a determinado plazo) y, de otra parte, aquellos referidos a la alternativa de adoptar “tasas de interés flotantes” (atándolas a tasas que miran directa o indirectamente a la repo-central, tipo DTF-IBR, o inclusive indexadas a la inflación, tipo IPC-UVR). Más aún, nuestra experiencia nos indica que en esas determinaciones juegan un papel central: i) la cultura crediticia (que en Colombia ha venido repudiando las tasas

flotantes desde la crisis del UPAC en 1998-2002); ii) las expectativas y la credibilidad que despierta el Banco Central sobre la “tasa de inflación baja y estable de largo plazo”; iii) los tipos de riesgo crediticio evaluados (firmas vs. hogares); y iv) el plazo medio de dichos créditos.

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1349 del 6 de febrero de 2017.

Hemos venido observando que dicho canal crediticio no parece estar operando plenamente, pues las alzas de la tasa repo no se han reflejado sobre la tasa promedio de captación de los CDTs al plazo de 90 días (DTF), ver *Comentario Económico del Día* 30 de abril de 2015. Por ejemplo, al finalizar el último ciclo alcista en la repo, el diferencial estuvo alrededor de 55pb (= 7.75% repo – 7.2% DTF), cuando hubiéramos esperado al menos paridad.

En cambio, el Indicador Bancario de Referencia-IBR (cuyos valores actuales se sitúan cerca al 7.5% en la referencia *overnight*) muestra una mayor correlación con la repo, gracias a que este se calcula mediante ofrecimientos de dinero bancario con “puntas” de oferta-demanda (ver *Enfoque* No. 70 de marzo de 2013). Así, la brecha IBR-repo no ha superado los 10pb (en promedio) durante el último quinquenio, mientras que la diferencia DTF-repo ha bordeado los 40pb.

Es entonces pertinente conocer el grado con que se está transmitiendo la postura monetaria del Banco de la República (BR) sobre el crédito de los hogares y las firmas. Para ello, en esta nota analizaremos dicha transmisión a partir de: i) el porcentaje de cartera referenciado a tasa de interés variable vs. tasa fija; y ii) las correlaciones estadísticas entre la repo y las diferentes tasas activas, distinguiendo (como corresponde) entre los flujos (desembolsos) y los *stocks* de dichas carteras.

Como veremos, la transmisión de la política monetaria hacia el crédito ha venido perdiendo eficacia durante 2005-2016. Dicha transmisión es más alta sobre la cartera de las firmas que sobre los hogares. Estos obstáculos al ciclo monetario obedecen principalmente a una elevada expresión de préstamos “a tasa de interés fija”

“La transmisión de la política monetaria hacia el crédito ha venido perdiendo eficacia durante 2005-2016. Dicha transmisión es más alta sobre la cartera de las firmas que sobre los hogares. Estos obstáculos al ciclo monetario obedecen principalmente a una elevada expresión de préstamos a tasa de interés fija dentro del portafolio crediticio, con cambios históricos drásticos en la última década.”

dentro del portafolio crediticio (45% del total a tasa fija vs. 55% a tasa variable), con cambios históricos drásticos en la última década.

Hogares

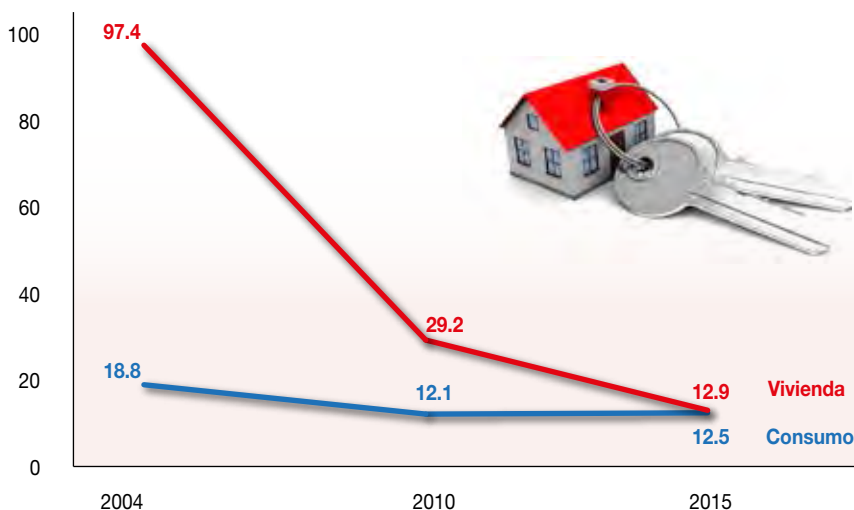
La cartera de los hogares está compuesta por los créditos de consumo (representando el 27.3% del total de la cartera en noviembre de 2016) y de vivienda (13% del total, incluyendo titularizaciones). Veamos el grado de transmisión monetaria sobre estos portafolios.

Cartera de consumo

Estos créditos se utilizan para suplir necesidades de corto-mediano plazo, como la adquisición de bienes durables-semidurables. Dados esos plazos, teóricamente estas obligaciones deberían indexarse a tasas variables para reflejar rápidamente el ciclo monetario. Sin embargo, la cartera de consumo ha mantenido una considerable proporción de créditos a tasa fija (88% del total en 2015 vs. 81% en 2004), ver gráfico 1.

Estos elevados niveles de referenciación a tasa fija podrían explicarse por

Gráfico 1. Hogares: créditos a tasa variable (% del total del stock)



Fuente: Superfinanciera.

la ampliación del plazo promedio del portafolio de consumo (pasando de 2-3 años en 2008 a 4-6 años actualmente), donde cerca del 60% son créditos de libranza y libre inversión (ver cuadro 1). Ello sugeriría que existe un obstáculo en la transmisión monetaria sobre los hogares.

Sorprendentemente, se registran altas correlaciones entre las tasas de los desembolsos de los préstamos de consumo y la repo (76% durante 2005-2016), alcanzando el 96% en abril de 2014-noviembre de 2016 (ver gráfico 2). No obstante, dicha correlación se reduce ostensiblemente cuando se calcula entre la tasa implícita en el *stock* de este portafolio y la repo (32% durante 2005-2016 y 21% en abril de 2014-noviembre de 2016). Como se observa, la transmisión monetaria sobre el saldo de los créditos de consumo (*stock*) se está perdiendo, aunque en el margen (desembolsos) parece mantenerse. Es decir, el *pricing* de los nuevos préstamos refleja en buena medida el ciclo monetario, pero su transmisión se debilita sobre los créditos ya otorgados.

Cuadro 1. Evolución del plazo promedio del crédito en Colombia (Años)

Cartera		2008	2016
Hogares	Consumo	2-3	4-6
	Vivienda	12-15	8-10
Firmas	Comercial	2	2
	Microcrédito	2-5	2-5

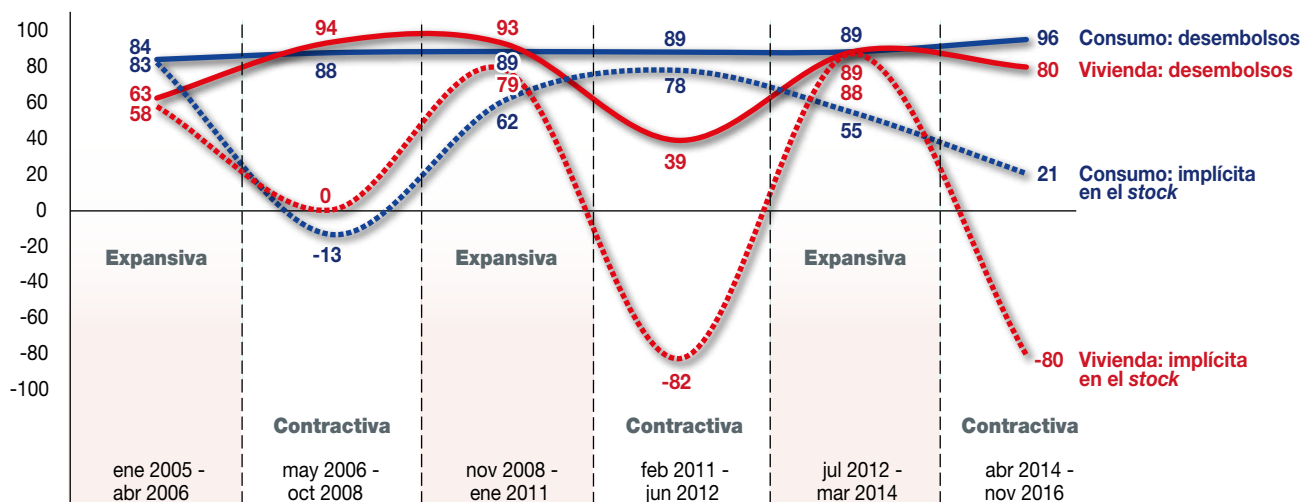
Fuente: elaboración Anif.

Esta considerable referenciación a tasa fija podría afectar los márgenes bancarios en el portafolio de consumo. Por ejemplo, en un ciclo bajista de la repo, la transmisión monetaria hacia el crédito (así sea débil) conlleva una reducción en las tasas activas. En ese contexto, los bancos reciben tasas fijas como remuneración de sus créditos otorgados, las cuales son superiores a las tasas de los nuevos desembolsos (afectadas por el ciclo monetario bajista), obteniendo ma-

yores márgenes. En contraste, dicho margen se estrecha en los ciclos alcistas de la repo, ya que las tasas fijas de los créditos otorgados no tienen espacio para incrementarse y terminan siendo menores a las de los nuevos desembolsos.

Lo anterior llevaría a inferir que, cuando el grueso de la cartera está a tasa fija, las ganancias bancarias en los ciclos bajistas se compensan con las pérdidas obtenidas en los ciclos

Gráfico 2. Hogares: transmisión de la política monetaria
(Correlación entre la tasa de interés de cada modalidad crediticia y la repo, %)



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

alcistas. Sin embargo, el manejo de los márgenes bancarios es mucho más complejo, pues depende del músculo financiero de cada entidad, de su capacidad de negociación con los clientes y de la competencia, entre otros.

Crédito de vivienda

Estos préstamos son obligaciones de largo plazo, dado el elevado valor de los inmuebles frente al ingreso promedio de los hogares a lo largo de su vida. Teóricamente, deberían atarse a tasas fijas que “blinden” a los deudores de los cambios en los ciclos monetarios, particularmente alcistas. En efecto, la mayoría de estos créditos se ha venido referenciando a tasa fija durante los últimos años, con una participación del 87% del total en 2015 (vs. 3% en 2004). Esa preferencia por la tasa fija obedece al “fantasma” del UPAC, luego de la crisis financiera-hipotecaria local de 1998-2002, lo cual ha atemorizado a los hogares para contraer créditos de vivienda a tasa variable (IPC/UVR).

Respecto a la transmisión monetaria hacia este mercado, se registran menores correlaciones entre la tasa de desembolsos y la repo (64% durante 2005-2016) frente a la cartera de consumo. Asimismo, la correlación entre la tasa implícita del *stock* y la repo es aún más baja (+37% durante 2005-2016), llegando a niveles del -80% durante abril de 2014-noviembre de 2016. Como se observa, la transmisión monetaria sobre la cartera hipotecaria es bastante volátil. Sin embargo, dicha transmisión es mayor en los nuevos créditos (desembolsos), pero se reduce sobre el saldo otorgado (*stock*).

Esta menor transmisión sobre la cartera hipotecaria se explica por: i) la considerable proporción de créditos a tasa fija; y ii) los mayores plazos promedio de estas obligaciones (8-10

años actualmente vs. 12-15 años en 2008), cuyo referente relevante son las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo (TES a 10-15 años), que no están exentas del “ruido fiscal”. Esto se refleja en correlaciones con ciclos inestables, como los de 2006-2008 y 2011-2012 (ver *Comentario Económico del Día* 3 de noviembre de 2016).

En una coyuntura inflacionaria como la actual, esa elevada porción de créditos de largo plazo a tasa fija genera riesgos de descalce en los balances bancarios. En efecto, en la medida en que la inflación ha venido desbordando el techo del rango-meta (2%-4%) durante 2015-2017 y los bancos tienen el 87% de su cartera hipotecaria “al descubierto” en tasa fija, se pierde la capacidad de “re-precio” de esos préstamos otorgados frente al lado pasivo del balance. Dichos descalces se evitarían indexando en mayor proporción los créditos de vivienda a IPC/UVR. Recordemos que este tipo de “descalces financieros” fue uno de los detonantes de la crisis de 1998-2002.

En Estados Unidos, las hipotecas a tasa variable han disminuido como consecuencia de la crisis hipotecaria y de la mayor aversión al riesgo de los deudores, tal como ocurrió en Colombia. Dicha proporción a tasa variable cayó del 60%-70% del total en 1994 al 15%-20% en 2006-2008, llegando al 10% en 2009-2014 (ver Freddie Mac, 2013). Allí, las hipotecas a 30 años se otorgan actualmente a tasas fijas tan bajas como un 4.2% (= tasas de los Tesoros a 30 años alrededor del 3.1% + *spread* por riesgo del deudor “inferido” del 1.1%). Inclusive estas tasas llegaron a estar tan bajas como en el 3.6% en 2012 (con una tasa “benchmark” de los Tesoros bordeando el 3%).

Esta situación también podría generar riesgos de descalces y afectaciones sobre los márgenes de los bancos estadounidenses en el segmento hipotecario, dada la actual coyuntura económica. En efecto, la llamada “reflación”, con una inflación repuntando a sus valores de largo plazo (2%), llevaría al Fed a incrementar su tasa repo hacia el 1.5%-2% durante 2017-2018. Con ello, las tasas fijas de las nuevas hipotecas serían mayores (donde la tasa de referencia de los Tesoros aumentaría hacia el 3.2%-3.4%) frente a las de los créditos ya otorgados (sin capacidad de ajuste al alza).

Firmas

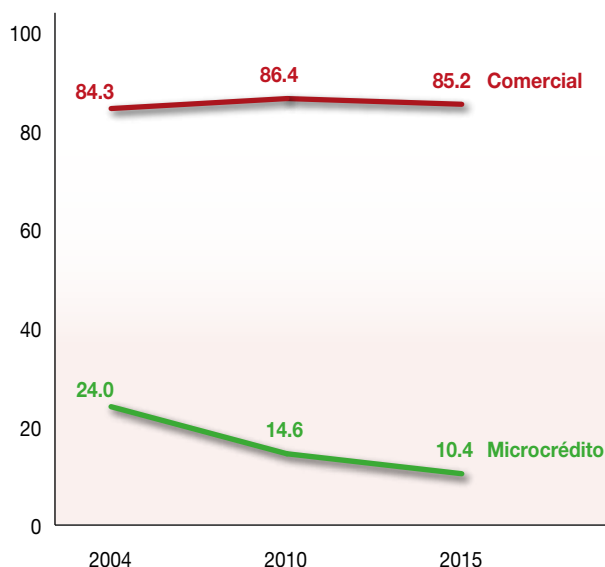
Las empresas pueden acudir al crédito comercial (57% del total) o al microcrédito (2.7% del total). Veamos cómo es el grado de transmisión en este frente.

Crédito comercial

Las firmas solicitan estos créditos para necesidades de corto plazo, como el pago a proveedores o algunas adecuaciones. También pueden desarrollar proyectos de inversión de largo plazo, pero generalmente estos son financiados mediante otros instrumentos como los bonos o acciones. Teóricamente, estas obligaciones deberían indexarse a tasas variables para que reflejen oportunamente el ciclo monetario. En efecto, la cartera comercial ha mantenido una considerable proporción de créditos a tasa variable (85% del total en 2015 vs. 84% en 2004), ver gráfico 3.

En consecuencia, la correlación entre la tasa de desembolsos y la repo es

Gráfico 3. Firmas: créditos a tasa variable (% del total del stock)



Fuente: Superfinanciera.

bastante elevada (95% durante 2005-2016), llegando al 99% durante abril de 2014-noviembre de 2016. Asimismo, la correlación entre la tasa implícita del *stock* y la repo es relativamente alta (58% durante 2005-2016), alcanzando el 72% en abril de 2014-noviembre de 2016 (ver gráfico 4).

Como se observa, la transmisión monetaria sobre la cartera comercial es la más elevada a nivel de *stock* y desembolsos. Ello obedece a que estos créditos: i) se otorgan principalmente a DTF/IBR + *spread*; y ii) tienen una alta rotación (por tener plazos cortos cercanos a 2 años), lo cual implica que los nuevos desembolsos reflejan rápidamente el ciclo monetario.

Microcrédito

El microcrédito está diseñado para las necesidades de corto-mediano plazo (alrededor de 2-5 años) de los microempresarios, como el capital de trabajo y pequeñas inversiones. Teóricamente, dichos préstamos deberían otorgarse a tasas variables + un *spread* elevado que reconozca el riesgo inherente de los microempresarios, que por lo general son deudores sin historial crediticio. Sin embargo, el microcrédito presenta una elevada proporción de obligaciones a tasa fija (90% del total en 2015 vs. 76% en 2004).

Experto en el diseño e implementación de estrategias integrales de comunicación

Pone a su servicio:

- La credibilidad de un medio impreso gratuito con 53 años de tradición.
- El conocimiento georeferenciado de sus zonas de cobertura.
- La creatividad en las campañas de BTL.
- La capacidad de convocatoria de grupos objetivos para eventos.
- La efectividad de las acciones digitales.

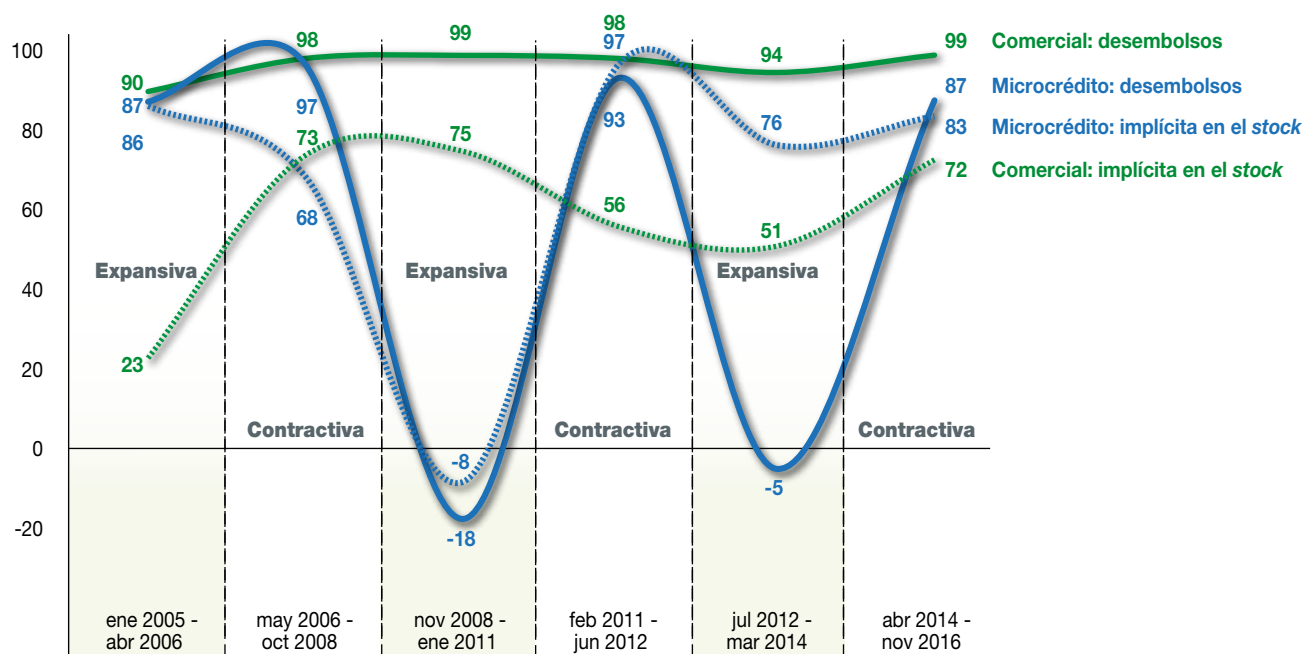
Nuestro direccionamiento estratégico:

- Facilita la escogencia de los públicos objetivos.
- Permite crear e implementar estrategias integrales de comunicación para satisfacer las necesidades de un mercado específico.
- Garantiza la efectividad de las acciones de comunicación mediante el monitoreo de los resultados.



DIARIO OCCIDENTE
EL MEDIO EFECTIVO QUE LE AYUDA A VENDER MÁS

Gráfico 4. Firmas: transmisión de la política monetaria
(Correlación entre la tasa de interés de cada modalidad crediticia y la repo, %)



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

Entretanto, sus tasas mostraron la menor sensibilidad frente a la repo en 2005-2016, exhibiendo correlaciones negativas (-31% con la tasa de desembolsos y -27% con la tasa implícita del *stock*), para lo cual no tenemos una buena explicación. No obstante, allí pudo incidir la elevada proporción de préstamos a tasa fija. Esto podría obedecer al temor que generan las tasas variables para los microempresarios, ante la incertidumbre que esto induce sobre el costo futuro de sus obligaciones financieras, dada la volatilidad de sus ingresos.

Conclusiones

Hemos constatado cuán poco sabemos (o entendemos) acerca del ciclo crediticio y/o el mecanismo de transmisión de la política mone-

taria hacia la parte activa del balance bancario y, que sepamos, ningún estudio del Banco Central o de la Superfinanciera ha entrado en este nivel de detalle sobre ciclos analizando flujos vs. *stocks* a nivel de firmas vs. hogares. Dicho de forma sencilla, a Anif le preocupa que “la fidelidad” del lado activo respecto del pasivo se haya venido debilitando en la última década.

Como vimos, dicha transmisión es más elevada sobre la cartera de las firmas que sobre los hogares. Al respecto, se identifican dos problemas. De una parte, se registra una brecha DTF-repo mayor a la diferencia IBR-repo (40pb vs. 10pb), por lo cual los créditos a tasa variable deberían estar atados, en su mayoría, no a la DTF, sino al IBR (pues este último ha resultado ser un indicador más fidedigno de la postura monetaria del BR). De

otra parte, se observan ciclos erráticos en los portafolios de cartera (excepto en la modalidad comercial), debido a una elevada expresión de créditos a tasa fija (45% del total vs. 55% a tasa variable).

En opinión de Anif, el BR y el sistema financiero deberían estar ahondando en el entendimiento del ciclo de transmisión de la política monetaria hacia el mercado crediticio, precisamente ahora que estamos iniciando un ciclo de “relajamientos” durante 2016-2017 vs. el “apretón” de 2015-2016 debido al rebrote inflacionario de los dos años anteriores. La compleja econometría no parece ser una buena consejera en estos casos; más bien se requieren detallados análisis de las bases de datos, pensando a profundidad sobre las dualidades conceptuales aquí propuestas: firmas vs. hogares; corto plazo vs. largo plazo; y tasas fijas vs. variables.

Proceso de Paz y narcotráfico en Colombia *



Durante los meses de enero-febrero de 2017, las FARC han estado movilizándose hacia las 26 zonas veredales de concentración, primer paso para la dejación definitiva de las armas. En general, se respira un ambiente de éxito en este proceso, a pesar de: i) el aprestamiento (por parte del gobierno), el cual ha dejado mucho que desear en al menos unos cinco lugares; y ii) la incertidumbre que genera la abierta disidencia de unos 600 guerrilleros (un 10% del total de 6.500 que se espera desmovilizar).

Ha resultado positivo que, desde un inicio, tanto el gobierno como la Fiscalía hayan sido enfáticos en señalar que dichas disidencias del Proceso de Paz no solo no tendrán los beneficios contemplados en la Jurisdicción Especial para la Paz (JEP), sino que serán perseguidos y procesados por sus actos criminales a través de la justicia ordinaria.

Recordemos que este Proceso de Paz ha completado casi cuatro años (incluyendo las negociaciones y el inicio del posconflicto en 2017), arrojando avances importantes en materia de “desescalamiento del conflicto”. Por ejemplo, los indicadores de seguridad del Mindefensa señalan una reducción significativa en las acciones terroristas, extorsivas y de secuestro en el país (ver Ministerio de Defensa, 2016).

De hecho, Anif ha estimado que los beneficios del Acuerdo de Paz lograrían generar una aceleración del PIB-real en el

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1352 del 27 de febrero de 2017.

rango 0.5%-1% por año durante el próximo quinquenio (ver *Informe Semanal* No. 1334 de septiembre de 2016). Pero, al mismo tiempo, Anif ha enfatizado la importancia de “mantener la guardia en alto”, pues es evidente la seria amenaza de las disidencias, de otros movimientos guerrilleros (ELN) y de las “bandas criminales” (Bacrim), todos “pesando en río revuelto” y queriéndose aprovechar de los negocios ilícitos que estarían dejando las FARC. En este sentido, es claro que NO cabe esperar un “dividendo de paz” bajo la forma de posible reducción en el gasto de la fuerza pública, el cual hoy bordea un 3.5% del PIB (= 2.5% militar + 1% policial).

Por ejemplo, hoy resulta muy preocupante el hecho de ver multiplicarse por tres el área con cultivos ilícitos en Colombia, pasando de unas 50.000 hectáreas en 2013 a cerca de unas 180.000 hectáreas en estos inicios de 2017, según cifras del Departamento de Estado de Estados Unidos. Este auge de la delincuencia organizada explica casos dramáticos: i) secuestro de 15 personas que intentaban reiniciar procesos de erradicación manual en la peligrosa zona del Catatumbo (cerca de la frontera con Venezuela); ii) hostigamientos a indígenas en la zona selvática de La Pedrera, a manos de la disidencia de las FARC, quienes insisten en reclutamientos forzosos de niños (sin saberse bien el censo de aquellos que han debido ya entregársele al Estado); iii) evidente falta de coordinación entre todos los estamentos del Estado (Fiscalía, ejército, policía, entre otros) para enfrentar a las Bacrim; y iv) debilidad gubernamental a la hora de reclamar la incautación de dineros del narcotráfico y frenar la expansión de cultivos ilícitos, hablando de erradicación “voluntaria”.

No cabe sorprenderse por dicha expansión de ilícitos en la región si, de una parte, se manejan discursos de “connivencia” en alianza con México y Brasil; y, de otra parte, se valida el consumo de la droga a nivel local a través del eufemismo de “uso terapéutico” (tanto de la marihuana como de la coca).

En esta nota abordaremos la problemática asociada a los riesgos del llamado “efecto avispero” (en el marco del posconflicto) y cómo ello se ve alentado por la permisividad con el narcotráfico por parte del Estado. Para ello, analizaremos: i) el desescalamiento del conflicto armado, con la firma del Acuerdo de Paz; ii) las experiencias de Centroamérica con ese “efecto avispero”; y iii) las implicaciones para Colombia de estar validando la expansión de peligrosas mafias del narcotráfico.

Desescalamiento del conflicto

Es importante destacar que Colombia ya ha venido disfrutando de algunas de las bondades que traería la implementación del Acuerdo de Paz. En efecto, en los últimos años se ha observado un desescalamiento del conflicto en Colombia y, de hecho, algunos analistas argumentan que esa podría ser una de las razones por las cuales Colombia creció a niveles superiores a los de sus pares regionales durante 2012-2014 (ver Bank of America, 2014).

En efecto, durante los primeros años de la Administración Santos I se registró un marcado aumento de los atentados a la infraestructura. Por ejemplo, el número de atentados se había incrementado

de 196 en 2011 a 405 en 2013, más que duplicándose (ver gráfico 1). Ello respondió, en parte, al paro nacional que hubo en Colombia en dicho período. Sin embargo, a partir de 2013 (cuando ya estaba instalada la mesa de negociaciones de La Habana) el número de atentados a la infraestructura ha venido cayendo de manera pronunciada. Cabe destacar que, durante 2016, se registraron “solo” 70 atentados frente a los 129 observados en 2015.

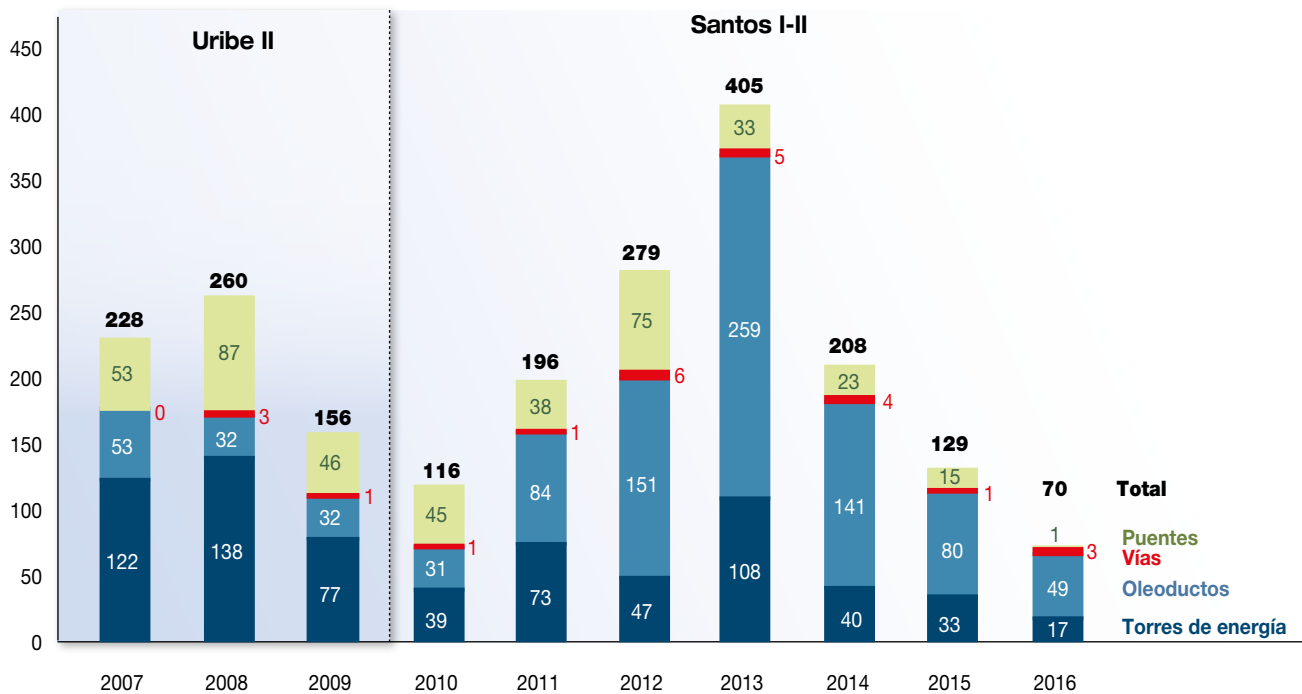
En materia de homicidios y secuestros también ha habido reducciones significativas. Colombia pasó de registrar tasas cercanas a los 70 homicidios (por cada 100.000 habitantes) en el año 2000 a “solo” 21 homicidios en el año 2016. De forma similar, la tasa de secuestros ha caído de 9 secuestros a 0.3 durante ese mismo período de 2000-2016.

Por cuenta de la firma del Acuerdo de Paz, parecería que estos indicadores de seguridad podrían continuar mejorando en 2017-2018, pero ello dependerá de la habilidad que se tenga para contener las amenazas de expansión de las Bacrim que buscan copar los espacios dejados por las FARC.

El efecto avispero: dividendos de paz nulos

La vida práctica nos ha enseñado que no hay nada más peligroso que subestimar el tratamiento que debe recibir un avispero cuando este ha crecido en forma desproporcionada. Este símil del avispero con el tamaño que han alcanzado los movimientos guerrilleros y las Bacrim en América Latina es adecuado para hacer pedagogía civil sobre los peligros de no actuar a tiempo para contener la

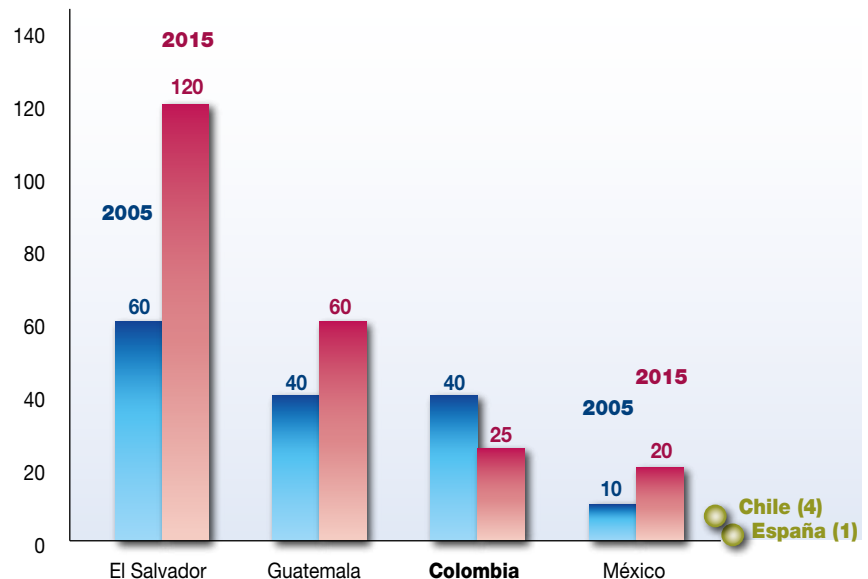
Gráfico 1. Atentados terroristas a la infraestructura (2007-2016; casos)



Fuente: elaboración Anif con base en Ministerio de Defensa.

expansión de dichos movimientos. La nefasta experiencia de El Salvador (pos-Proceso de Paz) se asimila al caso de intentar remover el avisero sin la adecuada planeación, donde la escalada de homicidios (pasando de 60 a 120 por cada 100.000 habitantes durante 2005-2015 frente a un referente de solo 1 en España) nos indica que la “delincuencia” se ha esparcido por todas partes (ver gráfico 2). Asimismo, se estima que en las épocas guerrilleras del Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN) había unas 30.000 personas en armas (incluyendo su red de apoyo) en El Salvador, pero hoy se constata que las bandas delincuenciales de los Maras y los del Barrio 18 son cerca de 70.000, con redes de apoyo que se multiplican como por siete (ver *Comentario Económico del Día* 3 de agosto de 2016).

Gráfico 2. Tasa de homicidios por país: 2005 vs. 2015 (No. de homicidios por cada 100.000 habitantes)



Fuente: elaboración Anif con base en The Economist, Banco Mundial y UNODC.

Colombia es proclive a este “efecto avispero” durante el proceso de implementación del Acuerdo de Paz. El antídoto es la planeación y prevención para evitar dolorosas picadas. De los cerca de 30 casos relevantes de posconflicto examinados por el estudio del DNP (2016), existe consenso en que a Colombia se le acercan principalmente El Salvador y Guatemala, con pésimos resultados en el posconflicto.

Lo anterior refuerza la hipótesis de que no habrá dividendo de paz (en términos de reducción del gasto en fuerza pública) en Colombia, por lo menos no en el corto plazo (primeros cinco años). Por el contrario, es clave mantener dicho gasto en los niveles actuales, con el fin de contener la posible expansión de bandas criminales o narcotraficantes, de modo que en Colombia no se repita lo ocurrido en El Salvador y Guatemala.

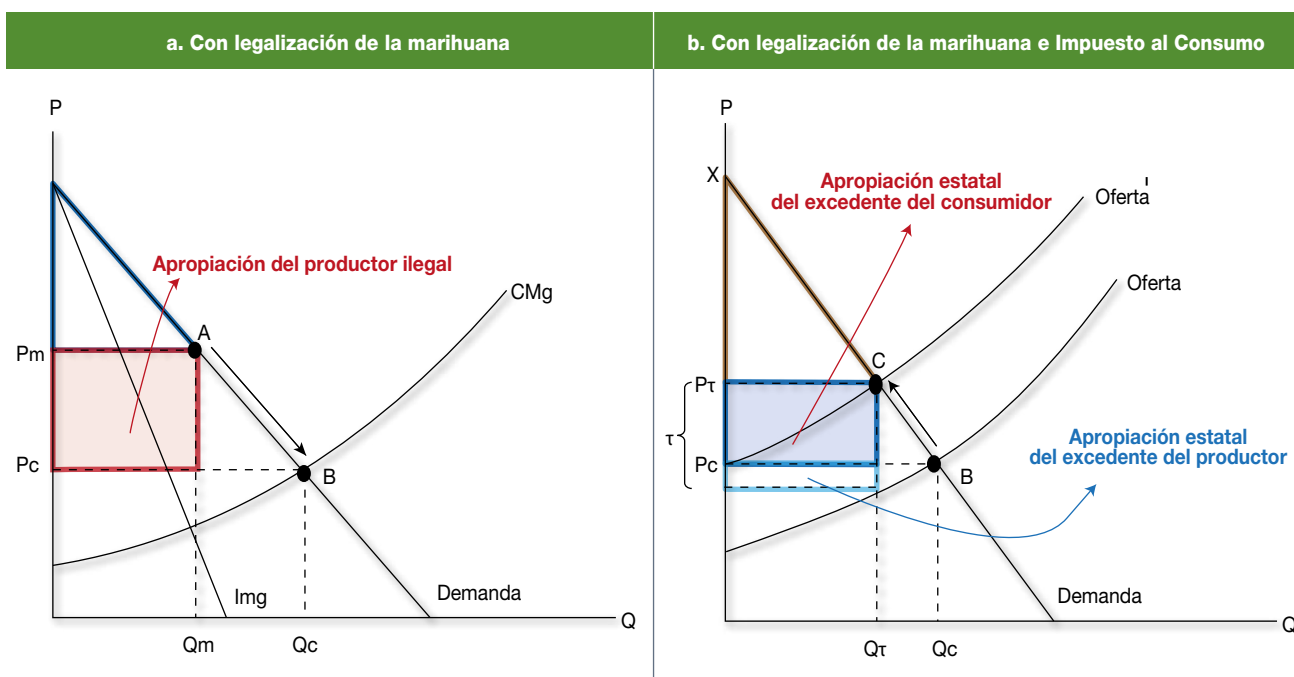
Validación de las mafias del narcotráfico

Con la legalización de las llamadas “drogas blandas” (marihuana) en Holanda, Estados Unidos y Uruguay, se ha popularizado el discurso de los beneficios de “despenalizar” su uso en América Latina. Dicho discurso sigue los lineamientos expuestos por el Premio Nobel de Economía Milton Friedman, quien desde mediados de los años ochenta había postulado que el Estado lograría una mejor posición de bienestar legalizando las drogas, dado el fracaso durante la Era de la Prohibición del alcohol-tabaco de 1920-1935.

Sin embargo, la aceptación del uso de estupefacientes, primero bajo el rótulo de “uso terapéutico” (tanto de la marihuana como de la coca) y ahora bajo el uso recreacional, constituye un completo “eufemismo” (ver *Comentario Económico del Día*

“Luce preocupante la reciente laxitud con la que el Estado ha venido enfrentando la problemática del narcotráfico, tanto por el lado de la oferta, como de la demanda. De hacerse el de la vista gorda frente a ello, el Estado estaría poniendo en grave riesgo el posconflicto, pues las mafias de este negocio podrían recrudecer la violencia en el país.”

Gráfico 3. Bienestar social asociado a la legalización del uso de “drogas blandas”



Fuente: cálculos Anif.

28 de febrero de 2017). Todo esto, en términos de mercados, implica una expansión de “la oferta”, pero también de la “demanda” por todo el espectro de las drogas. De hecho, un reciente informe del DNP advierte que Colombia pasó a ser el cuarto país de la región con mayor consumo de cocaína y marihuana (con cerca de 1.5 millones de consumidores).

Pero, en particular, esta validación de la economía ilegal, permisiva con el narcotráfico, es peligrosa para el posconflicto de Colombia. Tal y como lo advirtió el propio fiscal Martínez, el Estado debe tomar una posición mucho más activa en torno a esta problemática: i) exigiendo la entrega a la nación de todos los dineros mal habidos de los grupos armados; ii) procediendo a erradicar más enérgicamente los cultivos ilícitos, más aún cuando el área cultivada con narcóticos se triplicó durante 2013-2016, como ya comentamos;

y iii) apropiándose efectivamente de la renta de la mafia (ver *Comentario Económico del Día* 1º de junio de 2016) y no simplemente imponiendo un cargo del IVA del 19% para “el consumo medicado de marihuana”, con la aprobación de la Ley 1819 de 2016 (ver gráfico 3).

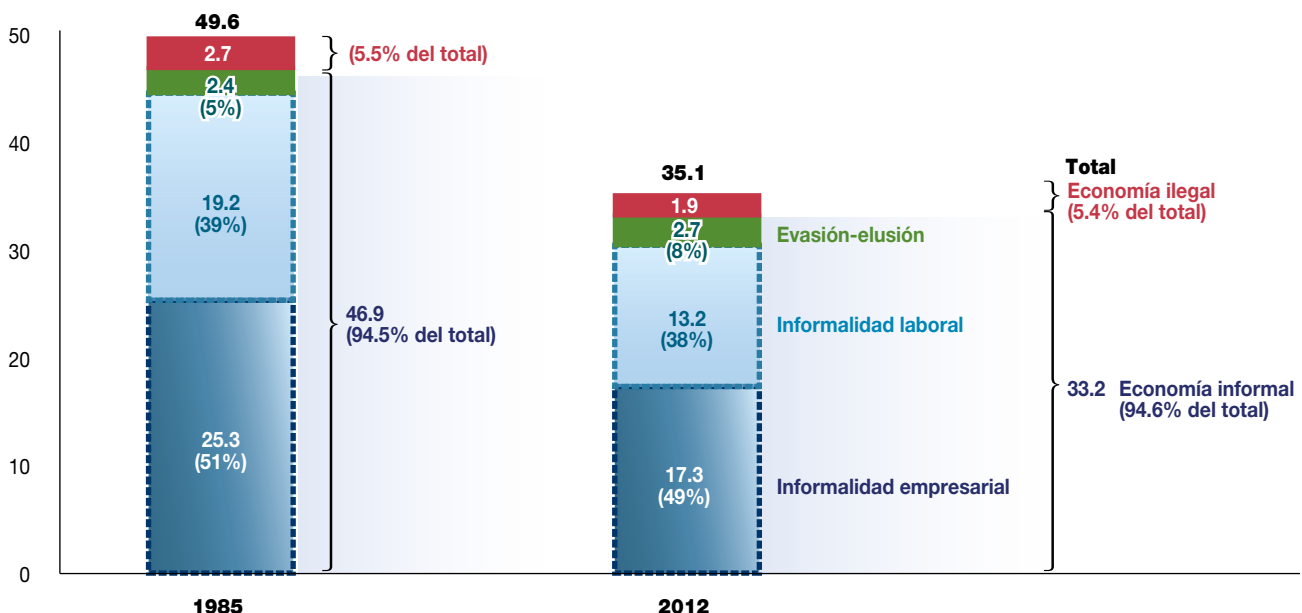
Conclusiones

Hemos visto cómo desde que se iniciaron las negociaciones de paz con las FARC, los indicadores de seguridad han mejorado. En 2016, los atentados terroristas a la infraestructura alcanzaron los niveles más bajos de la última década, reduciéndose a cerca de un tercio (70) del promedio de los últimos diez años (205). Estas mejoras podrían consolidarse en los próximos años, aunque será clave monitorear la posible atomización de las FARC en bandas delincuenciales.

También luce preocupante la reciente laxitud con la que el Estado ha venido enfrentando la problemática del narcotráfico, tanto por el lado de la oferta, como de la demanda. De hacerse el de la vista gorda frente a ello, el Estado estaría poniendo en grave riesgo el posconflicto, pues las mafias de este negocio podrían recrudecer la violencia en el país.

Lo anterior podría tener un impacto negativo sobre la economía subterránea en Colombia, que ya bordeaba el 35% del PIB (=33.2% informal + 1.9% ilegal) en el año 2012 (ver gráfico 4). En efecto, la expansión del narcotráfico y de los cultivos ilícitos podría derivar en mayores transacciones en efectivo que elevarían el componente de ilegalidad de dicha economía sumergida. Anif pronto estará divulgando los hallazgos de un estudio detallado sobre este tema y el elevado uso del efectivo, lo cual ha venido denunciando también Asobancaria. 

Gráfico 4. Tamaño de la economía subterránea en Colombia (% del PIB)



Fuente: elaboración Anif con base en Schneider (2013), y Villa, Misas y Loayza (2016).



Fotos: Tatiana Herrera Fagua

Juan José Echavarría

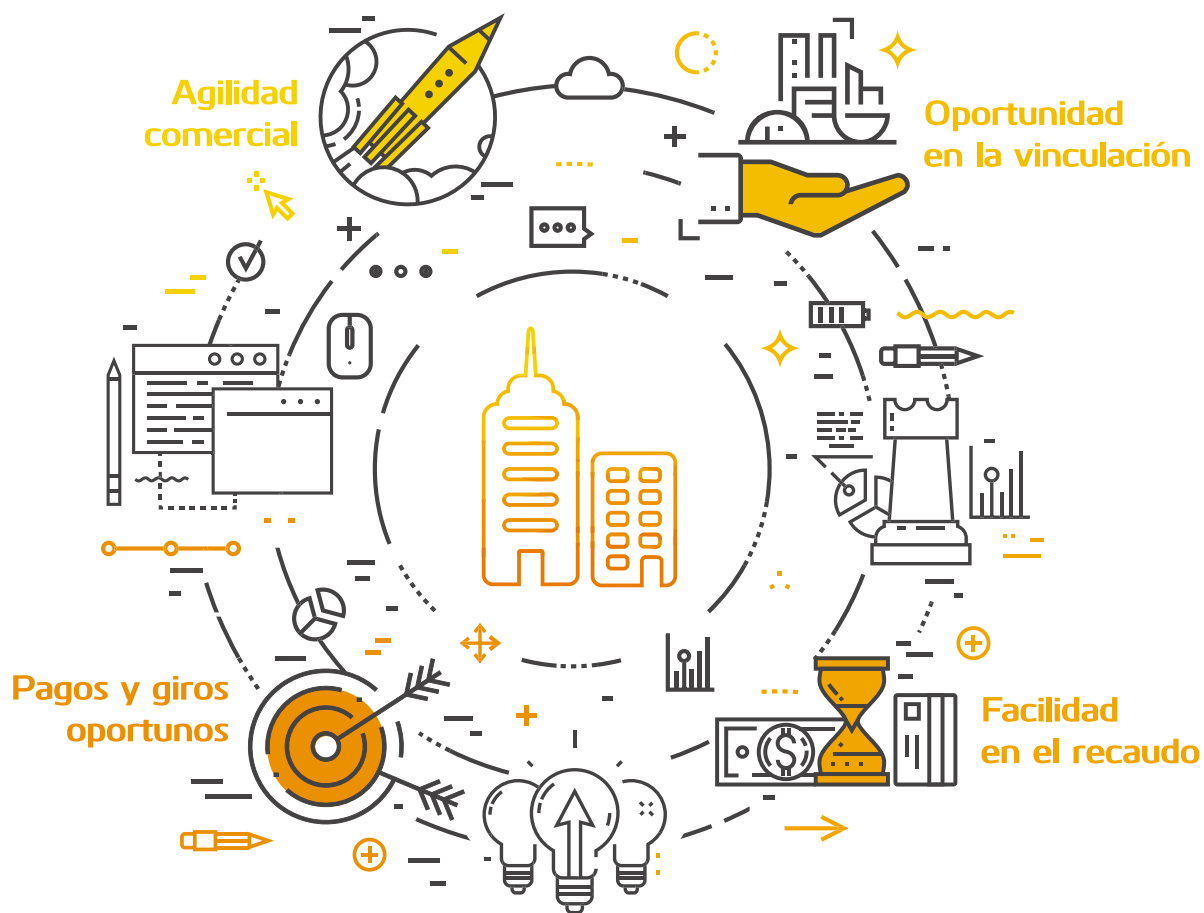
Gerente del Banco de la República

Bienvenido a *Carta Financiera* Sr. Gerente. Usted fue nombrado a principios de año como nuevo gerente del Banco de la República (BR), en reemplazo de José Darío Uribe, quien cumplió el término máximo de doce años en el cargo. De igual forma, usted ya estuvo en el Banco como codirector entre 2003 y 2013. ¿Cómo encontró el Banco? ¿Sigue siendo el fortín tecnocrático más importante del país? ¿Qué desafíos enfrenta la institución hacia mediano plazo?

JUAN JOSÉ ECHAVARRÍA: El Banco mantiene su fortaleza analítica y tecnocrática, aunque han cambiado algunas cosas. Veo nuevos y más sólidos resultados en el análisis del mercado financiero, de las curvas de rendimiento, y en el comportamiento de los flujos de capital, entre otros.

AGILIDAD ES FACILITAR GRANDES PROYECTOS

CONOZCA LOS BENEFICIOS QUE TRAE
FIDUCIA INMOBILIARIA



**SOLICITE ESTE PRODUCTO
Y CONOZCA MÁS INFORMACIÓN**

A TRAVÉS DE NUESTRA LÍNEA DE ATENCIÓN AL CLIENTE:

En Bogotá al **2973060**, a la Línea Nacional **01 8000 521144** o
en nuestra página web **www.fiduoccidente.com**.

El Banco sigue siendo un increíble fortín tecnocrático. En mis viejos tiempos en Fedesarrollo, a finales de los 1990s, éramos unas 10 personas trabajando en muchos temas, mientras que hoy en el Banco hay muchos grupos de más de 10 personas con alta experiencia en sus respectivas áreas. El personal del Banco llega a unas 2.500 personas y en la parte de análisis hay más de 200; con muchos doctorados, y no solo en economía. Hay expertos en finanzas, en mercados de capital, y recientemente es cada vez mayor

Colombia siempre se ha caracterizado por su manejo macroeconómico sólido, en parte gracias a que cuenta con un banco central independiente y con una Junta Directiva de excepcional calidad. Además, aprendimos con la crisis de 1999.

Haber traído a Colombia el régimen de inflación objetivo fue un gran logro de mis antecesores, Miguel Urrutia y José Darío Uribe, pero hay que seguir aprendiendo de los nuevos desarrollos académicos y de las experiencias de otros países, en

vacación que siempre han caracterizado al personal del Banco, y en ese campo se ha hecho un importante trabajo con Corpovisionarios y con el Doctor Antanas Mokus. Trataremos de continuar esa labor para entender las motivaciones y expectativas de nuestra gente para ver cómo logramos el Banco que todos deseamos, con obvias diferencias entre grupos de edades y regiones.

Pocos gerentes de bancos centrales en el mundo tienen el privilegio de trabajar en el área cultural de su país como lo hace hoy el Banco de la República, con 4.7 millones de usuarios presenciales en las regiones diferentes a Bogotá, 5 millones en Bogotá, 21 millones de usuarios virtuales, más de 1200 actividades culturales en Bogotá y más de 6,100 actividades en las demás regiones. En áreas tan diversas como artes, bibliotecas, museos y música. El Banco de la República goza hoy de un enorme prestigio en el país, y una parte sustancial de ese prestigio se debe a su labor cultural.



“El Banco mantiene su fortaleza analítica y tecnocrática, aunque han cambiado algunas cosas. Veo nuevos y más sólidos resultados en el análisis del mercado financiero, de las curvas de rendimiento, y en el comportamiento de los flujos de capital, entre otros.”

el número de investigadores especializados en el análisis, lectura e interpretación de *big data*.

Los desafíos son múltiples, similares a los que enfrentaron mis antecesores. ¿Cómo lograr niveles de inflación bajos y estables en medio de una economía que logra crecer a su tasa potencial? ¿Cómo evitar crisis financieras y cómo enfrentar choques externos como los que frecuentemente impactan a los países de América Latina? Afortunadamente

debates tan diversos como el manejo de potenciales burbujas o los costos y beneficios de más estabilidad cambiaria. No ha desaparecido la inercia inflacionaria en Colombia, y las expectativas frecuentemente se desancian. El banco central continuará ganando credibilidad a medida que logremos mantener controlada la inflación en un ambiente de relativo buen crecimiento.

También deseo mantener el espíritu de trabajo, la mística y la alta moti-

C.F.: La inflación ha completado ya dos años por fuera del rango-meta de largo plazo del BR (2%-4%). Además, este año, la Reforma Tributaria reciente (Ley 1819 de 2016) elevó la tarifa general del IVA del 16% al 19% presionando aún más los resultados de la inflación total. ¿Cree usted que este año el BR sí logrará cumplir su meta de inflación? ¿Cuál será el efecto inflacionario de la última reforma tributaria? ¿Cree usted que

hay espacio para bajar las tasas de interés de referencia en las siguientes reuniones del primer semestre de 2017?

J. J. E.: La Junta Directiva del Banco ha dicho en varias oportunidades que la Reforma Tributaria fue importante y necesaria para la estabilidad macroeconómica del país, una afirmación que comparten la mayoría de analistas en Colombia. ¿Fue suficiente? Dependerá en buena parte del nivel de gasto futuro, por lo que será fundamental el papel que juega la recién creada Comisión del Gasto. Sin entrar en detalles comparto la filosofía de esa reforma. El impuesto del IVA puede resultar progresivo pues se excluyó la canasta de consumo, y el impuesto al consumo resulta fundamental en la mayoría de países que desean mantener un nivel alto de gasto en educación, en salud y en la reducción de la pobreza. Estaremos atentos a su impacto inflacionario, el cual, de todas formas es transitorio.

Nuestros escenarios más probables sugieren que la tasa de interés de intervención puede bajar lentamente durante el año, pero no necesariamente en las siguientes reuniones de la Junta. Ello dependerá de la información disponible en cada momento. La inflación está descendiendo mes a mes, pero es alta frente a nuestra meta de largo plazo de 3%. El dilema que enfrenta la Junta siempre es el mismo: ¿cómo lograr nuestras metas sin estrangular la economía? Por supuesto, no cumplir la meta tiene costos en materia de crecimiento pues nuestra credibilidad

se reduce y ello hace más costoso bajar la inflación cuando tengamos nuevos choques inflacionarios.

C.F.: Las últimas decisiones de la Junta Directiva del BR han causado algo de sorpresa en el mercado. Primero, en diciembre de 2016, la Junta decidió bajar su tasa de interés de referencia cuando el mercado esperaba estabilidad. Luego, en enero de 2017,

la Junta la mantuvo estable cuando el mercado esperaba un descenso. ¿Cuál cree que será el efecto de tener dos nuevos codirectores designados por la Administración Santos-II en las próximas decisiones de la Junta Directiva; acaso no existen ciclos de “economía política” al interior del BR?

J. J. E.: Quiero dar la bienvenida a dos miembros de excepcional





Alejandro Vera, Vicepresidente de Anif, y Juan José Echavarría, Gerente del Banco de la República.

calidad. El doctor Gerardo Hernández conoce el Banco como la palma de su mano, y ha trabajado durante varios años en un campo de enorme importancia para nosotros, la regulación y la búsqueda de la estabilidad financiera en el país. El doctor José Antonio Ocampo es uno de los economistas más destacados en Colombia, y sus anotaciones y comentarios enriquecerán el debate en la Junta. No puedo pensar en un mejor grupo de trabajo que la Junta actual.

La calidad de los miembros de la Junta garantiza su total independencia. Además, el que vayan a estar al comando de la política monetaria

durante muchos años lleva a decisiones sensatas desde un comienzo, no importa quien los haya nombrado. No existe una Junta más independiente en el mundo, cuyo gerente es nombrado por la misma Junta y no por el presidente, como ocurre en la mayoría de países.

C.F.: El fuerte choque externo (derivado de la caída del 50%-70% en los precios del petróleo en 2014-2015) ha frenado la economía colombiana, que apenas creció al 2% real en 2016, luego de las expansiones del 4%-4.5% en el cuatrienio 2010-2014. ¿Cuáles

son las proyecciones del BR en materia de crecimiento potencial? ¿Habremos perdido 1 o 2 puntos en ese potencial durante el período 2015-2018?

J. J. E.: La mejor respuesta la obtuve de los técnicos de la Misión del Fondo Monetario Internacional que recientemente visita a Colombia. No cabe duda que la caída del precio del petróleo ha reducido el crecimiento del PIB potencial a un nivel quizás cercano a 3%, y se requieren reformas “estructurales” adicionales para elevarlo al 4% o más. He dicho en varias ocasiones que esas reformas “estructurales” tendrán que afectar el nivel de ahorro de los colombianos,

y ello se logra con reformas fiscales y pensionales; y tendrán que elevar el nivel de productividad del país, quizá mediante reformas en el área comercial (aranceles y para aranceles) o en la profundidad del crédito. Es urgente adelantar reformas que permitan avanzar en el desarrollo de las áreas rurales del país si queremos profundizar la paz.

Soy optimista sobre el crecimiento de largo plazo del país, y siempre cito un estudio de José De Gregorio y Jong-Wha Lee, que muestra que Colombia y Brasil fueron las dos economías de América Latina que más crecieron entre 1950 y 1998, en medio de nuestro conflicto interno, en medio de tantos choques internacionales y coyunturas difíciles. Ello se debe, probablemente, a dos factores: al buen manejo macro que siempre ha tenido Colombia y a la infinita capacidad de nuestros empresarios. Un reciente estudio de Rafael De la Cruz, en el BID, afirma que el nuestro es uno de los pocos países de la región que podría dar el salto hacia el desarrollo sostenible de largo plazo.

Además, creo que lo peor pasó y que tendremos mejores noticias en los años venideros. El petróleo ha recuperado parte de su precio internacional, cerramos la discusión sobre la reforma tributaria y sobre los acuerdos de paz, y el mundo está creciendo más este año que el anterior. El dividendo de la paz se dará. Pronto se beneficiarán sectores como la agricultura y el turismo, y los inversionistas internacionales

verán con mejores ojos a Colombia. Algún día podremos sustituir el gasto militar por gasto en educación y salud. Se oye frecuentemente la frase, fuera de Colombia, de que la firma de la paz constituye una de las pocas buenas noticias internacionales en estos años. Tengo confianza que adelantaremos buena parte de las reformas estructurales que necesitamos.



“La calidad de los miembros de la Junta garantiza su total independencia. Además, el que vayan a estar al comando de la política monetaria durante muchos años lleva a decisiones sensatas desde un comienzo.”

C.F.: La nueva administración Trump ha dicho que estaría incrementando el gasto en infraestructura y recortando los impuestos, en momentos en que su economía opera “a pleno empleo”. ¿Cómo ve usted que se estaría afectando la economía colombiana por cuenta de una mayor inflación y de las alzas en las tasas de la Fed?

¿Le preocupa la injerencia del mayor servicio de la deuda externa pública y privada de Colombia, la cual llegó al tope histórico del 41.5% del PIB recientemente?

J.J.E.: No veo un mayor impacto de las políticas anunciadas por el presidente Trump sobre Colombia, aún cuando algunos han afirmado que las discusiones sobre la magnitud de los cultivos ilícitos escalarán su importancia.

La incertidumbre internacional ha crecido con los anuncios recientes del nuevo presidente de los Estados Unidos y es difícil describir con certeza las acciones futuras. No obstante, tengo reservas sobre algunas de sus propuestas. Los gastos en infraestructura mejorarán las carreteras pero no tendrán un impacto directo sobre el PIB, ya que esa economía se encuentra hoy cerca del “pleno empleo”. Esa receta “keynesiana” llega entonces muy tarde. De otra parte, podría ser que las restricciones al comercio permitieran crear algunos puestos para ingenieros y muchos robots en Detroit, pues persiste la discusión mundial sobre las razones para el

bajo crecimiento de la manufactura en los Estados Unidos: ¿es el comercio? ¿O se trata de un tema tecnológico? Siempre recuerdo, finalmente, que una de las razones para firmar el NAFTA, por parte de los Estados Unidos, fue fortalecer la economía mexicana para evitar los flujos masivos de migrantes hacia

los Estados Unidos. De hecho, entiendo que los flujos han sido hacia México en los últimos años. Golpear NAFTA incentiva la migración hacia los Estados Unidos.

El nivel de deuda proyectado puede resultar alto, pero no inmanejable, y siempre es conveniente recordar

el enorme crecimiento en gasto (y en deuda) en los 1990s, luego de la Constitución de 1991, con niveles que luego se corrigieron parcialmente. Nuevamente, es importante recortar el gasto. Además, la discusión relacionada con la vigencia o no de la regla fiscal es una discusión sobre la sostenibilidad de nuestra deuda.

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?

J. J. E.: Gané el último torneo de tenis entre economistas, en el cual participaron mis colegas Sergio Clavijo, Leonardo Villar y Alberto Calderón, entre otros. Temo que mi nivel deportivo caerá, pero ese costo se justificará a medida que mostremos resultados macroeconómicos excepcionalmente buenos durante los próximos años.

C.F.: Sr. Gerente, gracias por recibirnos en su oficina. 



EN CALI HAY PARCHE TODOS LOS DÍAS



EVENTOS



RESTAURANTES



BARES



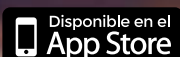
TURISMO



CINE



PLAN  CIUDAD.COM

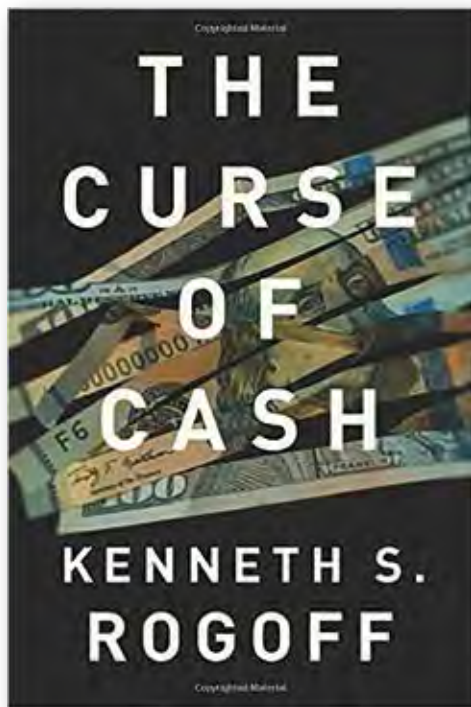


Un producto de **El País**

La maldición del dinero en efectivo *

Libro escrito por: Kenneth S. Rogoff

Comentado por: Sergio Clavijo



Este es un libro novedoso y creativo no solo en su visión conceptual del uso del dinero en efectivo bajo la era moderna, sino tremendamente práctico para banqueros centrales, ministros de hacienda y administradores de impuestos. Rogoff arranca por recordarnos lo obvio: el uso del dinero en efectivo, al no dejar huella transaccional en el sistema financiero, es el vehículo preferido para realizar transacciones tanto de tipo “informal” (buscando eludir el seguimiento de las autoridades monetarias-tributarias) como de tipo “ilegal” (pagos extorsivos y, en general, los relacionados con el crimen organizado, hoy muy asociado al narcotráfico).

La conclusión de política la ha venido pregonando Rogoff desde 1998, precisamente cuando salía a circulación el billete de 500 euros (esa exagerada denominación que superaba en casi cinco veces la de mayor denominación de Estados Unidos): *los bancos centrales y los ministerios de hacienda deberían estarse preocupando por desincentivar el uso del dinero efectivo, pero ello no ha ocurrido de forma seria ni sistemática.*

De hecho, se ha seguido expandiendo la economía “informal” a niveles elevadísimos durante las tres últimas décadas, alcanzando ahora un promedio del 14% del PIB en los países desarrollados. Los niveles de “evasión-elusión” de las

* K.S.Rogoff (2016), *The Curse of Cash* (Princeton University Press, New Jersey).

obligaciones formales son equivalentes al 9% del PIB en Japón o el 7% del PIB en Estados Unidos (pág.63).

Tal vez la única excepción reciente en la lucha contra “la maldición del dinero en efectivo” ha sido el caso de India durante 2015-2016 (no discutida en este libro, pues ocurría casi en simultánea). En efecto, las autoridades de India optaron por cambiar la fisonomía de sus billetes (de un solo tajo) para obligar a los tenedores de billetes antiguos a “identificarse” ante los bancos para recibir su nuevo dinero y así tener registros cuasi tributarios de sus ingresos y riqueza (allá entraron en circulación los billetes de 500 y 2.000, equivalentes a US\$7.50 y US\$30 de Estados Unidos, respectivamente).

Pero tratándose de una población de casi 1.250 millones de habitantes en India, la planeación resultó inadecuada y su implementación caótica. Más aun, podría decirse que el foco de las acciones del Banco Central resultó siendo errado, pues no se trataba tanto de sustituir los billetes para identificar a sus tenedores, sino inducir masivamente (vía precio y con incentivos tributarios) transacciones a través del sistema financiero. Esto último facilitaría detectar a sus participantes y cruzar cuentas para obligarlos a pagar lo justo al Estado (sea en materia de seguridad social o de tributación).

Este libro también constituye un “jalón de orejas” para los bancos centrales que, por lo general, solo se han ocupado de la emisión del dinero efectivo a la hora de “cuadrar sus PyGs”, calculando el llamado “señoraje” que les habrá de permitir no pedirle apoyo presupuestal al fisco nacional.

Pero, en sentido estricto, mi experiencia de banca central me indica que también se han ocupado los bancos centrales de los temas de “billetes” cuando sus “modelos” les indican que el factor inflacionario ha deteriorado históricamente el poder adquisitivo de los mismos y se requiere entonces entrar a alterar “la estructura de las denominaciones de los billetes”. Por ejemplo, ha sido bastante polémica la reciente introducción del billete de \$100.000 en Colombia (pero

equivalente a solo US\$33), precisamente por los riesgos de estar “promocionando” transacciones en efectivo y, por esta vía, agrandando la llamada “economía informal” (lo cual estaremos discutiendo en detalle en una investigación actualmente en curso).

Me atrevo a extender ese “jalón de orejas” de Rogoff también a la Comisión de Expertos Tributarios, quienes omitieron (en su reporte de finales de 2015) el análisis histórico requerido para haber refutado estas hipótesis de Rogoff sobre la “creciente informalidad económica” a través del uso del efectivo. De hecho, en el caso colombiano dicha informalidad se ha visto agravada por la permanencia de quince años del llamado Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), más conocido como 4x1.000; ver Anif (2014).

“Gracias” a esa recomendación de la Comisión, el gobierno se envalentonó y, omitiendo también los análisis que le correspondían al propio MHCP-Dian, procedió a proponerle al Congreso la “permanencia” del 4x1.000. Y, en efecto, su permanencia fue aprobada en la reciente Reforma Tributaria “estructural” (Ley 1819 de 2016). Claramente la Comisión, el gobierno-Dian y el Congreso olvidaron que ese recaudo del 0.6% del PIB del ITF tiene tras de sí un grave drenaje del recaudo del Imporrenta y del IVA, donde bastaría una ganancia del 10% en eficiencia a través de motivar las transacciones vía sistema financiero para más que compensar dicho recaudo, tal como lo hemos venido advirtiendo de tiempo atrás, ver Clavijo y Vera (2010).

Pero, como nadie es profeta en su propia tierra, vale la pena repetir aquí el *dictum* de Rogoff sobre el positivo efecto que tendría desincentivar las transacciones en efectivo:

“...Creo que mi enfoque de 1998 era el correcto, (...) pues el efecto de disminuir las transacciones en efectivo hubiera permitido reducir la evasión tributaria en un 10% o un 15% y, por esta vía, se hubieran más que compensando las posibles pérdidas del Banco Central en materia de señoraje”, (ver pág.2, nuestra traducción libre).

Dado este estrecho vínculo entre alto volumen de transacciones en efectivo y la promoción que de ellas hacen los ITF, resulta algo extraño que el propio Rogoff no hubiera incluido un capítulo dedicado al análisis, por ejemplo, de las implicaciones que tendría adoptar un ITF en Europa (tema muy discutido en la era pos-Lehman 2009-2014). También le faltó a Rogoff haber investigado el propio drenaje sobre la tributación formal y el creciente costo operativo bancario que el ITF ha acarreado en Colombia y el que pronto estará experimentando El Salvador (ver Anif, 2017).

Resulta algo extraño que el propio Rogoff no hubiera incluido un capítulo dedicado al análisis del Impuesto a las Transacciones Financieras en Europa o el drenaje sobre la tributación formal que este ha acarreado en Colombia y pronto en El Salvador.

Más aun, por cuenta de la creciente “informalidad” e “ilegalidad”, los bancos de la región se están viendo abocados a cerrar negocios de “corresponsalía” internacional, ante las crecientes exigencias de los Departamentos de Justicia y Tesoro de Estados Unidos. Estos organismos estatales (con razón) quieren estar seguros de que las líneas de corretaje no terminan siendo utilizadas por las redes de narcotraficantes, dadas sus conexiones internacionales (ver Glenny, 2009; Anif, 2016b).

¿Qué hacer entonces frente a este doble problema de drenaje de las transacciones formales y promoción de las ilegales a manos del creciente uso del efectivo (promovido por los ITFs)? En el corto plazo, algunas lecciones útiles se aprenderán del experimento reciente de India (antes comentado), pero las soluciones verdaderamente estructurales

tienen que ver con: i) limitar seriamente los pagos en efectivo para propósitos de reconocimiento ante las autoridades de seguridad social e impuestos (algo de lo cual se reforzó en la reciente Ley 1819 de 2016); ii) reducir la circulación de billetes de alta denominación, para obstaculizar desde el punto de vista físico ese tipo de transacciones; y iii) dismantelar el ITF, pues precisamente va en el sentido contrario de promover el uso de las transacciones financieras que sí dejan huella y que habrán de facilitar la tarea pro-formalización y antiilegalidad asociada principalmente al narcotráfico (pero la Ley 1819 de 2016 obró claramente en sentido contrario en este frente). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2014), “Profundización financiera y fondeo bancario”, <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fondeo-reseje0714.pdf>

Anif (2016), “Reforma Tributaria Estructural 2016-2018: ¿Cuánto podría recaudarse?”, *Informe Semanal* No. 1302 de febrero.

Anif (2016b), “Sobrerregulación y aversión al riesgo financiero: De-risking”, *Comentario Económico del Día* 30 de noviembre.

Anif (2017), “Sobrerregulación bancaria: efectos sobre inclusión financiera”, investigación realizada para FELABAN-CAF, enero.

Clavijo S. y Vera A. (2010), “Los desafíos fiscales de Colombia”, junio, Anif, <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fiscal0610.pdf>.

Glenny M. (2009), *McMafia: A Journey Through the Global Criminal Underworld*, Vintage Books, New York; ver comentario en: http://anif.co/sites/default/files/glenny_3_0.pdf