

+ **Los servicios financieros digitales en América Latina**

+ **Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales**

+ **La autorregulación del Mercado de Valores en Colombia**

+ **Discurso de la doctora Marta Lucía Ramírez,**
Vicepresidente de la República

+ **Discurso del doctor Miguel Largacha,**
Presidente del Consejo Directivo de Anif

financiera

carta

184

DICIEMBRE 2018

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

FINTECH

Y LOS SERVICIOS FINANCIEROS DIGITALES EN AMÉRICA LATINA



COL \$15.000

ISSN 0120-3436



No.184 Diciembre de 2018
**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
Nelson Vera

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

JEFE DE INVESTIGACIONES
Ekaterina Cuéllar

INVESTIGADORES ANIF
Daniel Beltrán
Carlos Camelo
Julián David Cortés
Juan David Idrobo
Juan Sebastián Joya
Juan Diego Londoño

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

ILUSTRACIÓN DE CARÁTULA:
© 123RF.COM

IMPRESIÓN
Prisma Impresores
GERENTE GENERAL
Maria 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 Diciembre de 2018

EDITORIAL

- 2 Ley de Desfinanciamiento Presupuestal 2019-2022**

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 7 Los servicios financieros digitales en América Latina**
Sergio Clavijo, Nelson Vera, Daniel Beltrán, Juan Diego Londoño
y Alejandro Vera
- 19 Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales**
Gerardo Hernández Correa
- 26 La autorregulación del Mercado de Valores en Colombia**
Michel Janna
- 32 Mercado de Valores: realidades, avances y retos desde
la perspectiva del Supervisor**
Jorge Castaño Gutiérrez
- 40 Salario por hora y contribuciones a la seguridad social**
Gustavo Hernández y Gabriel Piraquive

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 48 Índice de Enfriamiento Económico (IEE) 2018-2019**
- 54 Gran Recesión (2008-2014) vs. Gran Depresión (1929-1933)**
- 60 Panorama cafetero 2018-2019**

NOTAS DESTACADAS DEL MERCADO DE CAPITALES

- 64 Trading electrónico en renta-fija de Colombia**

DISCURSOS

- 72 Palabras pronunciadas por la doctora **Marta Lucía Ramírez**,
Vicepresidente de la República de Colombia, en la ceremonia
de instalación de la XXXII Asamblea de Anif**
- 77 Palabras del **Dr. Miguel Largacha**, Presidente del Consejo
Directivo de Anif en la instalación de la XXXII Asamblea de Anif**

TORRE DE MARFIL

- 81 El valioso filósofo: La odisea de A. O. Hirschman**
Libro escrito por: Jeremy Adelman
Comentado por: Sergio Clavijo

Ley de Desfinanciamiento Presupuestal 2019-2022

La Administración Duque atraviesa por una coyuntura fiscal supremamente complicada. De una parte, adoptó una estrategia errada frente a la ineludible necesidad de incrementar el recaudo tributario de forma estructural (en no menos del 1.5% del PIB). Y, de otra parte, ha mostrado excesiva laxitud presupuestal, presionada por una serie de paros de universidades públicas y del magisterio. Como resultado de lo anterior, ahora se tiene un Presupuesto General de la Nación del próximo año (PGN-2019) con un incremento del 1% del PIB, llevando el total del gasto público al 24.5% del PIB (\$259 billones), con un 1.5% del PIB a la fecha desfinanciado (en espera del potencial recaudo de la llamada Ley de Financiamiento).

Amén de los graves problemas de desfinanciamiento, poco se ha mencionado el hecho de que la Regla Fiscal del período 2019-2022 luce difícilmente cumplible por dos razones: i) las metas de convergencia del déficit del Gobierno Central (bajando del 3.1% del PIB en 2018 hacia el 1.4% del PIB en 2022) requerirían precisamente generar ese recaudo adicional mínimo del 1.5% del PIB (de forma recurrente); y ii) debería estarse generando un “colchón” adicional de ahorro fiscal, reduciendo aún más esos déficits, como resultado de los mayores precios del petróleo y del mayor crecimiento del PIB-real, como lo establece la Ley 1473 de 2011.

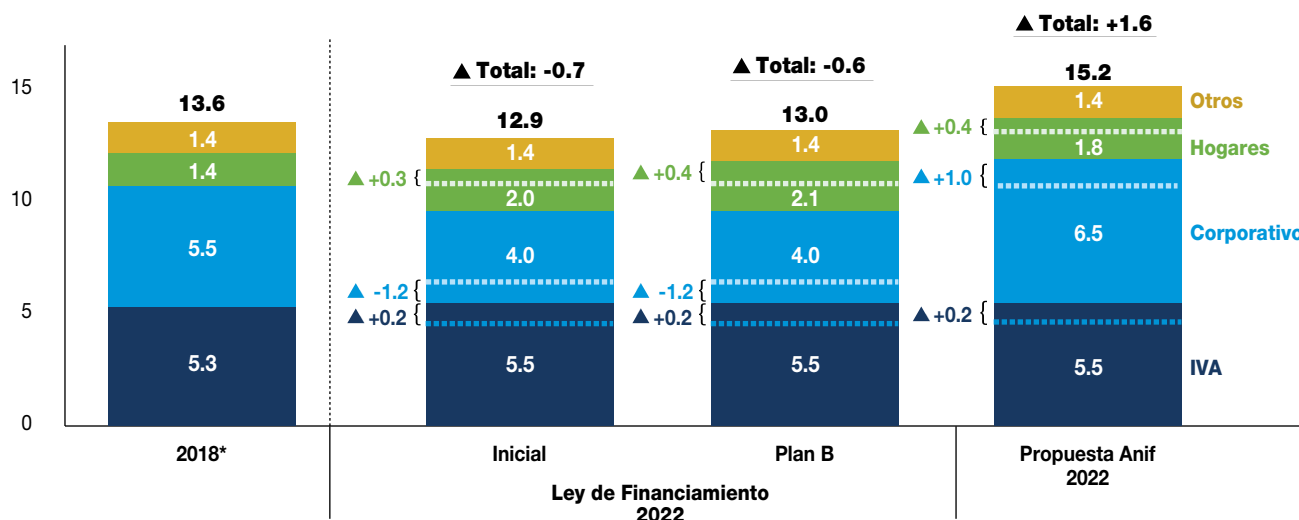
Dicho de otra manera, la peregrina idea de que no se requiere incrementar la relación Recaudo/PIB (del actual 13.5% hacia el 15%), porque las transferencias de utilidades de Ecopetrol llenarían supuestamente el hueco de

faltantes, resulta que viola la Ley de la Regla Fiscal (ver gráfico 1). Seguramente lo que pasará es que el gobierno recurrirá al Comité de la Regla Fiscal para que tengan otra sesión de “tiro al blanco movable” para intentar venderle la idea a los mercados de que... “todo bien todo bien” (ver *Comentario Económico del Día* 22 de mayo de 2018).

Está por verse si en esta ocasión las calificadoras de riesgo mostrarán el mismo grado de complacencia-relativa, argumentando una vez más que Colombia no está tan emproblemada como los TABs (Turquía-Argentina-Brasil). Esto último es cierto, pero el tema de fondo es si Colombia todavía pertenece o no al grupo de privilegiados por encima del Grado de Inversión o, en realidad, estamos camino a perderlo por la falta de empuje gubernamental para aprobar cambios fundamentales a nivel de la tributación, del mercado laboral y del pensional (ver *Informe Semanal* No. 1419 de julio de 2018).

Como veremos, la Ley de Financiamiento propuesta inicialmente por el Gobierno no solo no lograba ese recaudo adicional del 1.5% del PIB, sino que a la altura de 2022 estaríamos perdiendo tributación neta por valor del -0.7% del PIB (según cálculos de Anif). Este resultado no debe sorprendernos, pues para 2022 se estaría combinando desastrosamente la reducción del Imporrenta corporativo (del 33% al 30%) con la disminución de la tasa general del IVA (del 19% al 17%), aunque este último punto finalmente se abortó en la ponencia presentada al Congreso (lo que llamaremos el Plan B). En este sentido, nuestra conclusión es que este Proyecto de Ley 197 de 2018 (Senado) debería más bien bautizarse la “Ley de Desfinanciamiento Presupuestal 2019-2022”.

Gráfico 1. Recaudo tributario: Ley de Financiamiento vs. Propuesta Anif (% del PIB)



*Proyecciones MHCP, según el MFMP-2018.
Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

El Presupuesto General de la Nación (PGN-2019) y su desfinanciamiento

A pesar de haber tildado de “gastona” a la Administración Santos, este Presupuesto de la Administración Duque representa un significativo incremento del gasto público en un 1% del PIB frente al de 2018. La opinión pública está bastante confundida sobre si la “cuadratura del círculo fiscal” debe entonces hacerse por el lado de compresión del gasto o por el de un incremento estructural en el recaudo, siendo la opción más viable esta última, tal como lo veremos.

Ya la Comisión de Gasto y Anif habían advertido que la idea de hacer cumplir la Regla Fiscal “a raja tabla” por la vía de continuar comprimiendo el gasto era no solo inconveniente desde la óptica pública, sino legalmente imposible de realizar por cuenta de la elevada inflexibilidad presupuestal (tan alta como un 85%, ver Moody’s, 2018) y

su indexación a ritmos del IPC+4% anual (ver *Informe Semanal* No. 1397 de febrero de 2018). De hecho, la idea de continuar comprimiendo el gasto del 19% del PIB en 2015 hacia el 18% del PIB en 2020 del MFMP-2018 está siendo “derrotada” por las protestas sociales de los sectores de justicia, magisterio y territoriales. La Administración Duque ya ha tenido una dura prueba presupuestal en sus primeros 100 días de gobierno, con el mal resultado de rápidamente ceder a indexar el gasto nuevamente a ritmos del IPC+3% anual en varios de esos rubros.

El cuadro 1 ilustra la distribución sectorial del PGN-2019, donde cabe destacar una reducción marginal del gasto operativo (-0.2% del PIB). Sin embargo, se ve un preocupante incremento de las transferencias territoriales (+0.2% del PIB) y de salud (+0.5%), donde el total de ese rubro sube del 10.6% al 11.1% del PIB. En el rubro de salud ya se siente la presión estructural del desfinanciamiento de la mayor cobertura y de la expansión

cuasi ilimitada de los servicios, amén de la presión de los inmigrantes venezolanos, donde el propio gobierno ha estimado valores hasta de \$5 billones en el total de servicios.

Sorprende que el rubro de pensiones caiga en un -0.3% del PIB, lo cual solo puede explicarse por la mayor disponibilidad de caja a favor de Colpensiones, ante la andanada de traslados desde las AFPs, agravando seriamente la problemática pensional estructural pública. Como es bien sabido, Colombia gasta actualmente cerca del 5.4% del PIB en faltantes pensionales del sector público. Por su parte, el rubro de inversión se incrementa en un +0.5% del PIB para 2019, pero el componente de Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) continúa en niveles históricamente bajos cercanos al 1.1% del PIB.

Para abrir espacio a todo este gasto, el MHCP tuvo que recurrir a realizar operaciones de canje de deuda y así postergar amortizaciones por valor de \$14.5 billones, lo cual implica incrementar la

Cuadro 1. Presupuesto General de la Nación 2019

	(% del PIB)		(Var. pp)	
	2018	2019	2018/17	2019/18
Gastos de personal y generales	3.9	3.7	-0.1	-0.2
Transferencias de Ley	10.6	11.1	-0.6	0.5
SGP (Salud, educación, agua, otros)	3.7	3.9	-0.3	0.2
Pensiones	4.0	3.7	-0.1	-0.3
Salud	1.4	1.9	0.0	0.5
Otros	1.5	1.6	-0.2	0.1
Inversión	3.9	4.4	-0.3	0.5
Donde Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)*	1.0	1.1	-0.1	0.1
Otros	0.2	0.1	0.1	-0.1
Total sin deuda	18.7	19.5	-1.2	0.8
Total	23.5	24.5	-2.0	1.0
Memo line:				
Deuda	4.8	4.9	-0.7	0.1
Amortizaciones	1.9	2.1	-0.3	0.2
Intereses	2.9	2.7	-0.3	-0.2

* Estimación realizada a partir de los cálculos del FMI.
Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dane.

deuda en casi un 1.5% del PIB frente al MFMP-2018. Esta cifra coincide con el mayor gasto público arriba reportado, el cual seguramente se estará financiando con mayores transferencias de utilidades desde Ecopetrol (alcanzando seguramente un 0.6% del PIB) y con el mayor recaudo esperado de la Ley de Financiamiento que acaba de radicarse ante el Congreso. El grave problema es que la relación Recaudo/PIB viene tan baja como un 13.5% para 2019, cayendo desde los niveles del 14.5% del PIB de los buenos años 2014-2015, a pesar de los logros de la Ley 1819 de 2016 en materia de IVA, tras elevar la tasa general del 16% al 19%.

La Ley de Financiamiento (... muy poco de tributación adicional)

La versión inicial del Gobierno de dicha Ley de Financiamiento contenía

elementos positivos al expandir el cubrimiento de la tasa general del IVA e incrementar el gravamen de los hogares más ricos (incluyendo la readopción del impuesto patrimonial), pero tenía elementos muy negativos para el recaudo tributario, como la reducción de la tasa general del IVA del 19% al 17% durante 2019-2022 y la inconveniente baja de la tasa corporativa del 33% al 30%. Infortunadamente, pesan más los elementos que drenan el recaudo que los que lo impulsan.

En efecto, los cálculos realizados por el propio gobierno indicaban que esa versión inicial de la Ley tan solo incrementaba el recaudo total en un +0.2% del PIB en 2020 (considerando los elementos propiamente tributarios) y, según los cálculos de Anif, creemos que, de hecho, el recaudo podría hasta caer en un -0.1% del PIB para 2020, dejándonos con una relación Recaudo/PIB tan baja como un 13.5% (respecto de valores esperados para 2018), ver cuadro 2.

En ese mismo cuadro 2 cabe resaltar que el drenaje del recaudo se agravaría durante el período 2020-2022 por cuenta de la desastrosa reducción del Imporrenta corporativo (del 33% al 30%), con lo cual la caída del recaudo se eleva del -1% del PIB hacia el -1.2% del PIB en la tributación corporativa. Adicionalmente, se tenía el efecto de la reducción en la tasa general del IVA (del 19% al 17%), lo cual drenaba la ganancia del recaudo en un -0.4% del PIB (cayendo del +0.6% a solo un +0.2% del PIB), según los cálculos de Anif.

En síntesis, mientras que las cifras del propio gobierno indicaban que la ganancia total en el recaudo sería de solo un +0.2% del PIB en 2020 y con pérdidas del -0.2% del PIB en 2022, Anif estimaba que en ambos años se tendrían inclusive pérdidas del -0.1% del PIB en 2020 y del -0.7% del PIB en 2022 (donde excluimos las supuestas ganancias por mayor eficiencia de la Dian, que todos los gobiernos suelen exagerar).

Cuadro 2. Propuesta inicial de la Ley de Financiamiento: recaudo adicional (% del PIB, 2020-2022)

	Gobierno		Anif	
	2020	2022	2020	2022
A. Corporativo	-1.0	-1.2	-1.0	-1.2
a. Disminución tarifa renta al 32% en 2020 y al 30% en 2022	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3
b. Deducción IVA para bienes de capital sobre la renta	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
c. Descuento 50% ICA y GMF sobre la renta	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
B. Hogares	0.3	0.3	0.3	0.3
a. Incremento tasas marginales Imporrenta (del 33% al 35%-37%), unificación cédulas y reducción topes deducciones-exenciones	0.2	0.2	0.2	0.2
b. Impopatrimonio (desde \$3.000 millones)	0.1	0.1	0.1	0.1
C. IVA	0.9	0.7	0.6	0.2
a. Reducción tasa general del 19% al 18% en 2020 y al 17% en 2022; y ampliación base al 80% de la canasta familiar	1.1	0.9	0.8	0.4
b. Devolución IVA a hogares vulnerables (ex-ante)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Total (A+B+C)	0.2	-0.2	-0.1	-0.7

Fuente: cálculos Anif con base en MHCP y Dian.

Claramente, no se justificaba que el gobierno Duque dilapidara su escaso capital político en intentar ampliar la cobertura del IVA sobre la canasta familiar del 53% al 80% del total y que deshiciera el logro de la Administración Santos de haber incrementado la tasa general del IVA al 19% (la misma que hoy se promedia en la región). Además, se estaría drenando la capacidad tributaria del Estado al repetir los errores de supuesta “confianza inversionista”, pues ahora introduce el tema de los “contratos de estabilidad jurídica” para los llamados megaproyectos y no desmonta la evasión-elusión que se tiene en las zonas francas.

Por este camino, Colombia estaría en la ruta de perder pronto su Grado de Inversión. Lo que requiere Colombia en la coyuntura tributaria actual es apuntarle a incrementar el recaudo en al menos un 1.5% del PIB a través de:

i) dejar inalterada la tasa corporativa en el 33% (y taponando las excesivas prebendas); ii) elevar el gravamen del IVA de las posiciones que están en un 0% y un 5% hacia el 19% (pero sin entrar a gravar el 30% de la canasta básica que hoy está exenta y, en todo caso, devolviendo hasta un 0.2% del PIB a través de programas como Familias en Acción); y iii) desplazar al alza toda la curva de Imporrenta de las familias en 3pp, lo cual implicaría empezar a gravar a tasas bajas del 1%-2% ingresos de \$4 millones/mes y llevando esa tasa efectiva a cerca del 25% para hogares ricos de \$50 millones/mes.

La Administración Duque ha desoído las recomendaciones de las Comisiones Tributaria y de Gasto, así como las de los centros de pensamiento. Para decirlo de forma coloquial, mejor dejar así... (la Ley 1819 de 2016), antes que dar este salto al vacío fiscal que propone la Ley de Financiamiento.

¿Cuánto rendirá en tributación el Plan B?

Hemos venido ilustrando cómo, en materia fiscal, Colombia enfrenta una verdadera “tragedia de los comunes”: mientras los estudiantes están en paro, el sector de la salud y los territorios reclaman más gasto público; el Congreso se opone a la extensión del gravamen del IVA. Y, además, numerosos empresarios reclaman reducciones adicionales en la tasa corporativa del 33% hacia el 30% y la preservación de abundantes “perforaciones” al sistema tributario general (ver *Comentario Económico del Día* 29 de noviembre de 2018).

Tras varias sesiones de “palos de ciego” por parte del Ejecutivo y del Legislativo, finalmente se radicó el pasado 29 de noviembre el Proyecto de Ley de Financiamiento No. 240-Cámara y 197-Senado (el cual llamaremos

Plan B). Para que ese Plan B tributario fuera realmente exitoso, debería estar incrementando de forma permanente la relación Recaudo Tributario / PIB en no menos de 1pp durante el período 2019-2022 (según lo ya comentado).

De lo contrario, resultaría imposible honrar el compromiso con una Regla Fiscal ya bastante debilitada que atina a reducir el déficit del Gobierno Central del actual 3.1% del PIB en 2018 hacia el 1.4% en 2022. La alternativa subrepticia que se ha esbozado consiste en continuar recortando el gasto público, lo cual conduciría a exacerbar el actual “polvorín social” y/o a dejar en el hueso la verdadera inversión pública, que hoy tan solo alcanza 1.1% del PIB.

El cuadro 3 evalúa cómo ha evolucionado el planteamiento original de la Ley hacia este Plan B. Como ya se discutió, el gobierno originalmente estimaba que el recaudo se incrementaría en 0.6% del PIB en 2020, pero que este decaería a solo ganancias del 0.2% del PIB en 2022 por cuenta del drenaje en el recaudo empresarial (-1.2% del PIB), el cual no lograba ser compensado por los esperados incrementos del gravamen del IVA a gran parte de la canasta básica (pero a tasas de solo el 17% para ese entonces).

Sin embargo, estos cálculos del gobierno eran optimistas, pues Anif concluía que el recaudo no se incrementaría en 2020 y, de hecho, caería en -0.6% del PIB hacia 2022 (incluyendo allí recursos del 0.1% del PIB provenientes de la normalización tributaria). Por esta razón, Anif calificó el planteamiento original del gobierno como una “Ley de Desfinanciamiento” durante el período 2019-2022, y advertíamos entonces sobre una alta probabilidad de que Colombia perdiera un escalón en su calificación crediticia antes del año 2020 y, seguramente, su “Grado de Inversión” hacia 2021.

Con el Plan B radicado, cabe preguntarse si Colombia estaría evitando estos altos riesgos de degradación en su calificación. En el mismo cuadro 3 hemos calculado que, infortunadamente, esos riesgos continúan. Para 2020, el recaudo ahora estaría cayendo en -0.3% del PIB (frente al escenario de cero ganancia anterior) básicamente por el hecho de que se ha perdido el componente de ganancias en IVA, pero en el agregado permanece el drenaje del menor recaudo empresarial, al descender la tasa de Importenta del 33% hacia el 30% y al cúmulo de descuentos (ICA, 4x1.000 y devoluciones de IVA de

la inversión importada). Resulta igualmente grave que el recaudo continúe cayendo en -0.5% del PIB hacia el año 2022, donde el mayor recaudo en cabeza de los hogares (incluyendo el Impto-patrimonio) no alcanza a compensar el hueco que se abre a nivel del recaudo empresarial.

En síntesis, continuamos siendo de la opinión de que el planteamiento original erraba al no mirar el “bosque del recaudo” ni evaluar las necesidades de incrementarlo y, hundida la propuesta del IVA, pues se tiene el efecto agravado, cayendo el recaudo en -0.3% del PIB en 2020 y en -0.5% del PIB en 2022, cuando lo que se requería era asegurar un incremento de al menos +1% del PIB sobre el horizonte 2019-2022.

En resumen, se requiere que “el establecimiento” colombiano logre un mejor entendimiento entre las fuentes adicionales de los impuestos, de una parte, y las mayores presiones de gasto provenientes de la seguridad social y de los territorios, de otra parte. Esto es lo que le conviene al país en su conjunto, a la credibilidad fiscal y a la continuidad misma de un Estado promercado. De lo contrario, no nos lamentemos sobre el giro que todo esto podría tomar a la vuelta del año 2022. 

Cuadro 3. Ley de Financiamiento: Estimaciones de recaudo adicional (% del PIB, 2020-2022)

	Propuesta inicial				“Plan B”	
	Estimaciones Gobierno		Estimaciones Anif		Estimaciones Anif	
	2020	2022	2020	2022	2020	2022
A. Corporativo	-1.0	-1.2	-1.0	-1.2	-1.0	-1.2
B. Hogares	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
C. IVA	0.9	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2
D. Otros (normalización tributaria)	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Total (A+B+C)	0.2	-0.2	-0.1	-0.7	-0.4	-0.6
Memo line: Total con normalización tributaria (A+B+C+D)	0.6	0.2	0.0	-0.6	-0.3	-0.5

Fuente: cálculos Anif con base en Dane y MHCP.



Los servicios financieros digitales en América Latina *

Por: Sergio Clavijo, Nelson Vera, Daniel Beltrán, Juan Diego Londoño y Alejandro Vera ¹

Los servicios financieros prestados a través de medios digitales están generando una verdadera revolución disruptiva. Este proceso se conoce como “Fintech”, lo que corresponde a la tecnología al servicio del sistema financiero. El término Fintech engloba tanto los productos-servicios financieros de índole tecnológico aplicados a la intermediación financiera tradicional bancaria como a sus extensiones a toda la gama del Mercado de Capitales (incluyendo plataformas, servicios de internet, aplicaciones de telefonía celular, etc.).

Esa revolución tecnológica ya ha generado grandes innovaciones en los sectores de: comercio (vía *E-commerce*, Amazon-Alibaba), transporte (Uber-Lyft-Cabify), hotelería (Airbnb), medios de entretenimiento y contenido digital (Netflix), y cadenas de información y publicidad (Facebook-Google, con avances de elevada segmentación y focalización en dichos esfuerzos publicitarios). En todos ellos, la característica transversal

* Corresponde a un resumen de la investigación realizada por Anif para Felaban-CAF, cuyo texto completo puede consultarse en <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-felaban-caf1018.pdf>

¹ Director, subdirector e investigadores de Anif. Alejandro Vera se desempeñó en el cargo de subdirector de Anif hasta octubre de 2018 y actualmente ocupa la Vicepresidencia Técnica en Asobancaria.
E-mail: sclavijo@anif.com.co

ha radicado en un uso mucho más eficiente de los insumos de datos masivos y de su potencial expansión hacia nueva clientela. En esto juegan un papel primordial los avances de enganche tecnológico a través de plataformas informativas con algoritmos de Inteligencia Artificial que hoy tienen la capacidad de diseñar “máquinas que aprenden” (ejemplo Deep-Mind de Google y Watson-IBM), ver Agrawal *et al.*, 2018. Allí también se tienen las ventajas de las redes en línea y la capilaridad de la telefonía móvil, con el despliegue de teléfonos inteligentes de alta capacidad de procesamiento (cada vez a menores costos), convirtiéndose en verdaderas “agencias virtuales”.

Como veremos, todo ello ha implicado una gran profundización del llamado “capitalismo sin capital”, dado el auge de la inversión en activos intangibles (Haskel y Westlake, 2017). Su elemento característico tiene que ver con la velocidad con que están cambiando la forma de hacer los negocios y de valorar los intangibles relacionados con patentes y sus “aplicaciones tecnológicas”. Basta advertir que Uber es la compañía de transporte más grande (sin tener un solo taxi); Airbnb el hotel más grande (sin tener una sola habitación); y Amazon un almacén global (tan solo disponiendo de bodegas, sin atención directa al consumidor). En este último punto cabe hacer la salvedad del piloto de almacén Amazon GO en Seattle (y, más recientemente, Four-Star en Nueva York), donde sensores y cámaras debitan los precios de los productos de las cuentas Amazon de sus clientes (obviando la necesidad de cajas registradoras).

Actualmente son evidentes las ventajas comparativas de las grandes

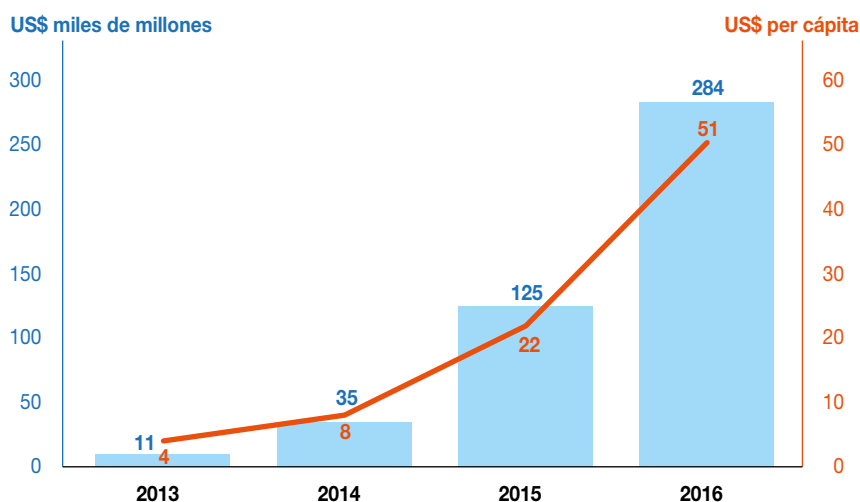


compañías tecnológicas (por las mencionadas tecnologías y sus presupuestos de inversión), donde a las “Big Four” americanas (Amazon, Facebook, Google, Apple) se unen los “BATs” (Baidu, Alibaba, Tencent), ver Galloway, 2017. Frentes clave de competencia serán los desarrollos de *cloud computing* (donde los líderes actuales son Amazon-AWS y Microsoft-Azure), la profundización del *E-commerce* y las denominadas aplicaciones de integración de programación (las llamadas APIs, siendo los códigos computacionales-procedimientos que permiten a variedad de aplicaciones el acceso a datos finan-

cieros). Todos estos temas de amenazas de las grandes compañías tecnológicas ya son de álgido debate en la industria financiera, incluso en las discusiones regionales de América Latina (ver Felaban, BID y ASBA, 2018).

Lo curioso es que parte de la industria financiera concluye que la disrupción actual sobre la banca tradicional es más bien de bajo calado a nivel global (del orden de un 28% según estimaciones de PwC, 2017). Ello es consistente con las amenazas del evidente desarrollo de los préstamos vía plataformas Fintech observado durante el último quinquenio (ver Claessens *et al.*, 2018). Estimaciones recientes sugieren que dichos préstamos (desembolsos) Fintech rondan niveles del orden de US\$284.000 millones a nivel global, según las cifras más recientes del año 2016 (vs. niveles de solo US\$10.555 millones en 2013), ver gráfico 1. Nótese cómo ello equivale a casi triplicar dichos volúmenes

Gráfico 1. Préstamos (desembolsos) vía plataformas Fintech a nivel global



Fuente: Claessens *et al.* (2018).

crediticios cada año durante el período 2013-2016 (expansiones promedio anual del 200%).

Según lo mencionado, el líder en dichos préstamos Fintech es China (US\$241.000 millones en 2016 vs. US\$5.550 millones en 2013; 85% del total), seguido de Estados Unidos (US\$32.400 millones en 2016 vs. US\$3.750 millones en 2013; 11% del total), ver gráfico 2. Con participaciones algo más pequeñas aparecen Gran Bretaña (US\$6.100 millones en 2016 vs. US\$906 millones en 2013; 2% del total), Asia-Pacífico (US\$1.757 millones en 2016 vs. US\$98 millones en 2013; 0.6% del total) y la Zona Euro (US\$1.640 millones en 2016 vs. US\$266 millones en 2013; 0.6% del total).

En lo referente a América Latina, las participaciones aún son margi-

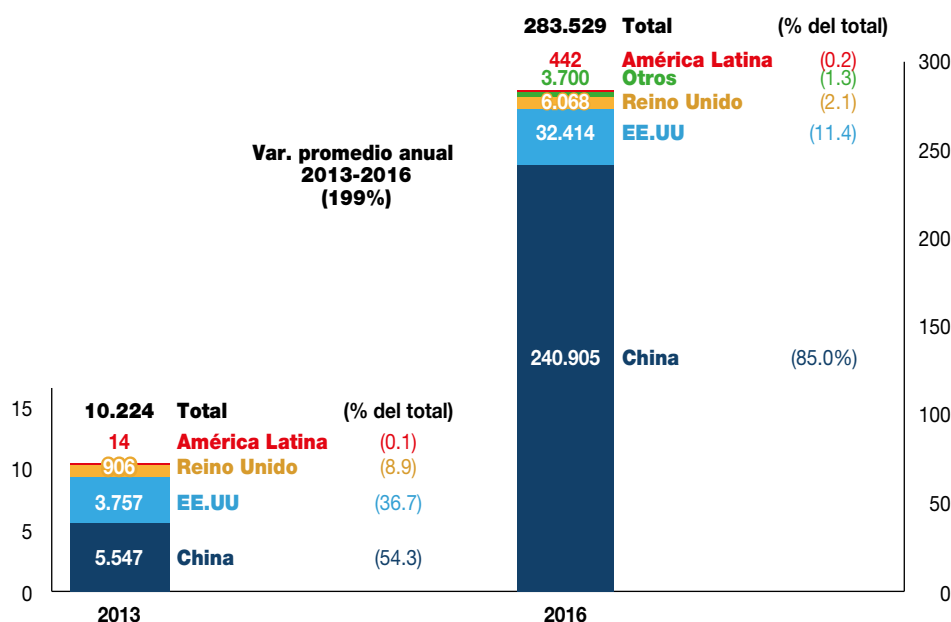
nales (US\$442 millones en 2016 vs. US\$14 millones en 2013; 0.2% del total). Sin embargo, se observan incrementos importantes en Colombia (US\$131 millones en 2016 vs. valores nulos en 2013; 30% del total de América Latina), México (US\$106 millones en 2016 vs. US\$1 millón en 2013; 24% del total de América Latina), Chile (US\$93 millones en 2016 vs. US\$12 millones en 2013; 21% del total de América Latina) y Brasil (US\$61 millones en 2016 vs. US\$1 millón en 2013; 14% del total de América Latina).

Es quizás por este dinamismo Fintech que la industria bancaria percibe amenazas latentes. Por eso ha despertado en años recientes con oleadas de adquisiciones-alianzas con *startups* (mejorando su capital humano en el proceso) para así lograr una mejor provisión de servicios tecnológicos a través de los llamados “*hubs* de innovación

internos”, apalancados también en modelos de *outsourcing*. Aquí cabe mencionar que mucho del aparente retraso de los bancos tradicionales se debe también a trabas regulatorias que los ponen en una condición de juego diferente a las *startups* (donde han sido sonados los recientes casos de reclamos de la banca española a la Comisión Europea para impedir dicho arbitraje regulatorio).

Finalmente, habrá que analizar las tendencias regulatorias que viene liderando la Unión Europea en la reciente Ley de Protección de Datos (*General Data Protection Regulation*-GDPR). Allí se introdujeron medidas encaminadas a mayor control de datos por parte de usuarios de plataformas, implementando requerimientos de “*opt in*” para divulgación a terceros, así como criterios de portabilidad y eliminación de datos (“*right to be forgotten*”).

Gráfico 2. Préstamos (desembolsos) vía plataformas Fintech: principales países (US\$ millones)



Fuente: Claessens et al. (2018).

Resultados de la Encuesta de Banca Digital para América Latina

En esta Encuesta de Banca Digital de América Latina participaron 51 entidades bancarias, con representación de consideración en países clave de la región. Este documento se focaliza en los países donde se cuenta con masa crítica de respuestas, incluidos Colombia (15 bancos, representando un 86% de los activos bancarios del sistema), Paraguay (9 bancos y una red de procesamiento de transacciones-medios de pago, explicando el 64% de los activos bancarios), Perú

(6 bancos, 62%), Ecuador (6 bancos, 44%), México (8 bancos, aunque con participación de solo el 5% de activos) y Argentina (3 bancos, explicando solo el 1% de activos).

La Encuesta también incluye un rubro al cual hemos denominado como “Resto de América Latina” conformado por las respuestas provenientes de Brasil (con resultados por parte de un solo banco, aunque explicando cerca del 16% del activo del sistema), Uruguay (1 banco; 44% del activo), y República Dominicana (donde se cuenta con la respuesta de la Asociación Bancaria de República Dominicana).

ii) elementos de demanda, diluyendo el grado de adopción de la clientela bancaria de dichos medios digitales, buscando potenciales brechas de oferta vs. demanda en los servicios digitales bancarios en la región; y iii) elementos de estrategia en la transformación digital-bancaria y las perspectivas-retos del Fintech en la región, buscando evidenciar visiones y posiciones estratégicas de la industria bancaria frente a los evidentes elementos disruptivos del Fintech.

Como veremos, el análisis de la muestra de América Latina evidencia elementos de desarrollo en la oferta

activo-pasivo bancario se observan rezagos de consideración frente al referente internacional de España (tomado de encuestas similares, ver KPMG, 2017).

Apesar de dicho desarrollo de la banca digital por el lado de la oferta, el promedio de la región aún evidencia algunos rezagos por el lado de la demanda. Esto último se refleja en una tendencia de la clientela bancaria a volcarse aún sobre medios tradicionales como las oficinas físicas (evidentemente costosas para las entidades financieras) y cajeros automáticos. Como era de esperar, los usuarios digitales están concentrados en la población relativamente joven (edades entre 25-45 años), lo cual da alguna esperanza de mayor profundización digital en la medida en que dichos usuarios aumenten su participación en la totalidad de la población y expandan su riqueza-ingresos.

Finalmente, la sección de estrategia de banca digital-Fintech y de preocupaciones-retos nos sugiere un sector bancario regional que, en promedio, está consciente del elemento disruptivo de la revolución Fintech. Ello tanto en potencial afectación de margen bancario y pérdida de clientes, como en los elementos operativos de ciberseguridad y marco regulatorio (buscando eliminar los discutidos elementos de arbitraje regulatorio). Por ello, la industria bancaria de la región está emprendiendo estrategias de alianzas con *startups* (36% de la muestra), desarrollando innovación digital al interior de sus entidades (29%), haciendo *outsourcing* de servicios tecnológicos a *startups* (21%), y realizando adquisiciones de dichas *startups* (9%). A continuación, entramos en el detalle de estos resultados.

“ El análisis de la muestra de América Latina evidencia elementos de desarrollo en la oferta digital. Ello es particularmente cierto en transferencias, pagos y giros, con importante penetración en la provisión digital de transferencias bancarias (88% de la muestra) y pago de servicios públicos (87%). Dicha penetración se reduce en el frente del pasivo bancario en lo referente a las aperturas de cuentas corrientes y de ahorro (53%), y aún más en la provisión digital del activo bancario en lo referente al otorgamiento de préstamos (50% de la muestra). ”

Como veremos, la Encuesta permite dilucidar tendencias en tres aspectos clave del desarrollo de la banca digital y el Fintech en las entidades bancarias encuestadas de la región. Allí cabe destacar: i) elementos de oferta de banca digital, buscando capturar la capacidad de la banca regional de ofrecer servicios digitales (transformándose-adaptándose a la disrupción Fintech) en lo referente a servicios prestados totalmente en línea, profundidad de inversiones en tecnología-innovación, entre otros;

digital. Ello es particularmente cierto en transferencias, pagos y giros, con importante penetración en la provisión digital de transferencias bancarias (88% de la muestra) y pago de servicios públicos (87%). Dicha penetración se reduce en el frente del pasivo bancario en lo referente a las aperturas de cuentas corrientes y de ahorro (53%), y aún más en la provisión digital del activo bancario en lo referente al otorgamiento de préstamos (50% de la muestra). En ambos rubros de oferta digital del

Elementos de oferta

El gráfico 3 muestra los servicios que actualmente los bancos de la región están en capacidad de gestionar completamente por internet (donde utilizaremos los resultados de KPMG 2017 obtenidos en España como referente internacional de países desarrollados, según lo anotado). Como era de esperar, ese grado de oferta digital resulta elevado en lo referente a pagos-transferencias-locales (ambos cercanos al 87% de la muestra), pero con tendencias decrecientes en giros nacionales (73%) o internacionales (53%). Esta oferta digital continúa decreciendo al pasar del lado pasivo hacia el activo bancario, finalizando con las menores penetraciones digitales en las transacciones referidas al Mercado de Capitales.

Por ejemplo, en lo referente al pasivo bancario, el promedio regional sugiere que un 53% de la muestra está en capacidad de abrir cuentas de ahorro

totalmente por internet, sugiriendo algún desarrollo en dicha oferta de productos (aunque se evidencian rezagos frente al referente del 80% observado en España). Nótese cómo dicha disponibilidad digital desciende rápidamente hacia solo un 39% de la muestra cuando se habla de otros depósitos (principalmente certificados de depósitos).

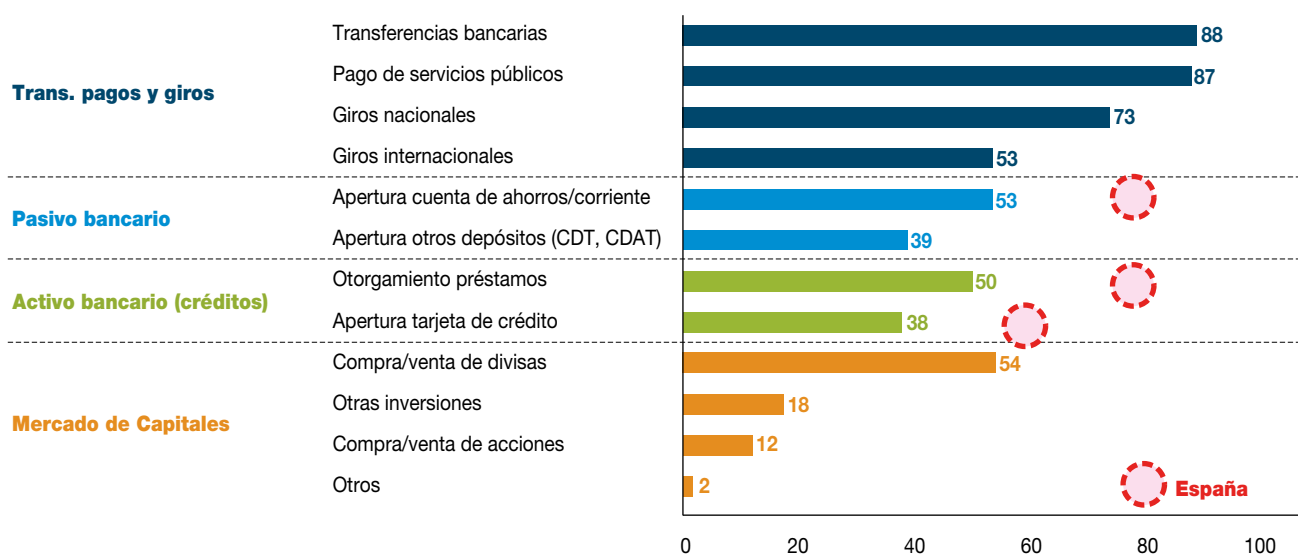
Por el lado del activo bancario, el promedio regional también arroja una penetración media del 50% en la cifra de provisión *online* en el caso del otorgamiento de crédito, rezagado frente al 80% de España. Dicha provisión digital de elementos del activo bancario disminuye hacia el 38% en el promedio regional en el caso de apertura de tarjeta de crédito, evidenciándose también un rezago frente al referente del 60% de España.

Finalmente, esta Encuesta encontró bajas ofertas electrónicas en transacciones referidas al Mercado de

Capitales, dado el precario desarrollo en dicho frente en la región. Ello es particularmente evidente en lo referente a compra-venta de acciones (12% de la muestra) y Fondos de Inversión (18% de la muestra). Nótese cómo en dicho Mercado de Capitales solo sobresalen las operaciones con divisas (54% de la muestra). Ello obedece a importantes características macrofinancieras de la región referentes a: i) cuasi dolarización en algunos países de la muestra (Ecuador, Perú); y ii) elevado flujo de remesas hacia la región, principalmente desde Estados Unidos y España (dichas fuentes explican cerca del 86% de las remesas hacia la región de acuerdo con los datos del Banco Mundial).

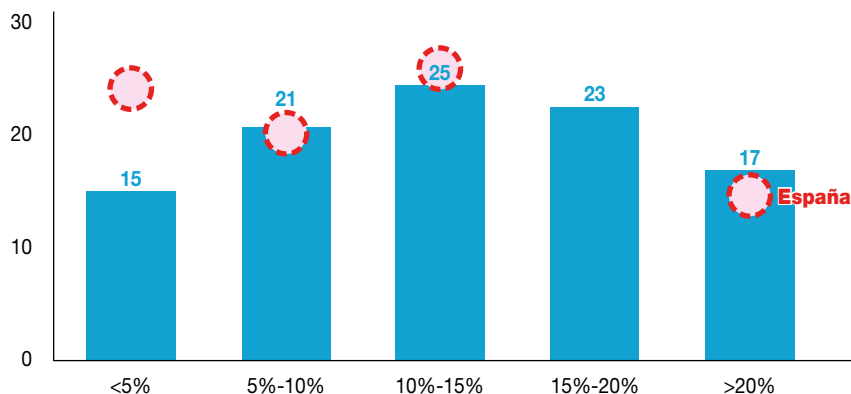
También indagamos sobre el grado de innovación a través de los presupuestos bancarios asignados al área de tecnología-innovación. En el gráfico 4 se observa cómo un 48% de los bancos en América Latina asigna porciones importantes

Gráfico 3. Factores de oferta en América Latina:
servicios que se gestionan totalmente por canales digitales (internet, móvil)
(% de encuestados)



Fuente: "Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina" (2018) Anif-FELABAN-CAF y KPMG (2017).

Gráfico 4. Factores de Oferta en América Latina:
Porcentaje de presupuesto anual asignado a tecnología e innovación
(% de encuestados)



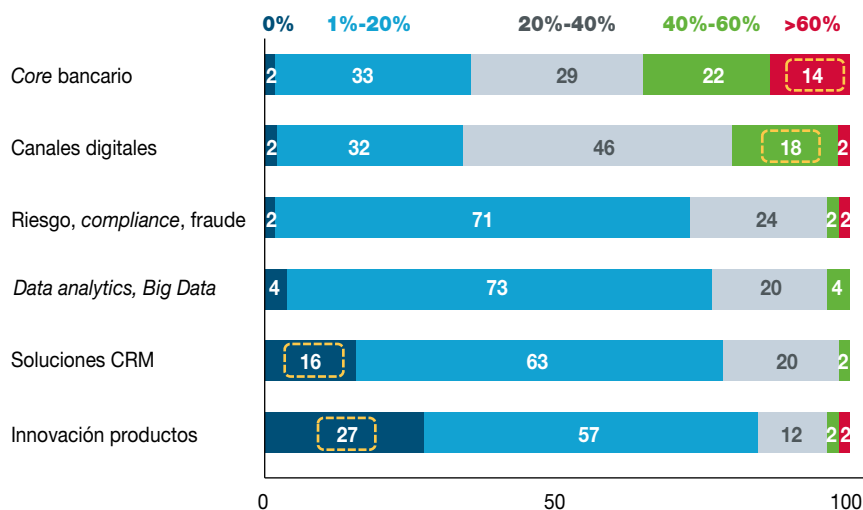
Fuente: "Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina" (2018) Anif-FELABAN-CAF y KPMG (2017).

del 10%-20% de su presupuesto al área de tecnología e innovación. Aún más, la muestra evidencia un 17% de "líderes" que invierten más de un 20% de su presupuesto en tecnología (superando levemente el 15% de España). De manera similar, solo se observó una porción del 15% de la muestra que invierte valores inferiores al 5% de su presupuesto en innovación (donde resulta favorable dicha lectura vs. el 25% del referente de España). Aquí vale la pena mencionar que esta pregunta no captura el "efecto *stock*" de dichas inversiones, donde España es conocida por su alto historial de inversiones (en otras palabras, las capacidades de acción en dichos frentes provenientes de inversiones pasadas).

Al interior de dichos presupuestos de inversión se destacan las asignaciones referidas a: i) las inversiones en el propio negocio del *core* bancario (asignaciones superiores al 60% por parte del 14% de la muestra y en el rango 40%-60% por parte del 22% de la muestra); ii) los canales digitales (con asignaciones del 20%-40% del presupuesto en las respuestas del

46% de la muestra), evidenciando la importancia de la revolución tecnológica en la forma de llegar a clientes; y iii) el riesgo, *compliance* y fraude (con asignaciones del 20%-40% del presupuesto en las respuestas del 24% de la muestra), mostrando las necesidades persistentes de inversión en dichos procesos de cumplimiento, ver gráfico 5.

Gráfico 5. Factores de Oferta en América Latina:
Distribución presupuesto anual de tecnología e innovación
(% de encuestados)



Fuente: "Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina" (2018) Anif-FELABAN-CAF.



Por el contrario, se observaron componentes inferiores de inversión en lo referido a: i) innovación de productos (asignaciones presupuestales del 1%-20% por parte del 57% de la muestra y sorprendentes inversiones nulas por parte del 27% de la muestra), mostrando algún rezago en la adopción de tecnologías de punta en el valor agregado de opciones bancarias a clientes; y ii) soluciones destinadas a clientes-CRM (asignaciones presupuestales del 1%-20% por parte del 63% de la muestra e inversiones nulas por parte del 16% de la muestra).

Ahora bien, esos “bajos” valores de inversión en innovación de productos y soluciones a clientes CRM pueden explicarse por “altos” valores históricos que ya han acumulado un *stock* de “capacidades”. Para capturar dicho efecto, el gráfico 6 muestra la percepción de la banca regional frente a sus capacidades en esos frentes. Allí se muestra cómo el rubro de mayor desarrollo parecería ser precisamente el *core* bancario (con capacidades

“óptimas” en un 26% de la muestra y “buenas” en un 30% de la muestra). Aello le siguieron riesgo-*compliance* (con capacidades “óptimas” en un 21% de la muestra y “buenas” en un 35% de la muestra) y los canales digitales (capacidades “óptimas” en un 12% de la muestra y “buenas” en un 51% de la muestra). Por el contrario, los bancos perciben menores capacidades en los rubros relacionados con innovación de productos (capacidades “inexistentes” en un 16% de la muestra y “deficientes” en un 35% de la muestra) y soluciones CRM (capacidades “inexistentes” en un 7% de la muestra y “deficientes” en un 37% de la muestra).

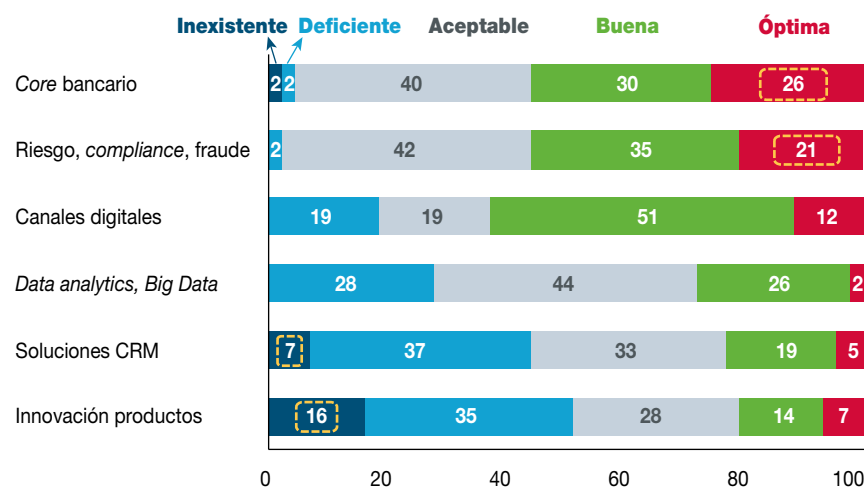
Nótese cómo todo lo anterior implica que, en promedio, la banca regional sigue destinando la mayor parte de su inversión en tecnología a rubros donde ya se cuenta con capacidades “desarrolladas”. Ello es particularmente cierto en el caso del *core* bancario, riesgo-*compliance* y canales digitales, dada su naturaleza

persistente y de evidentes retos en materia de procesos y desafíos operacionales. Al mismo tiempo, ello implica menor inversión relativa en rubros de capacidades algo rezagadas (CRM e innovación de productos). En otras palabras, la industria pareciera invertir en sus fortalezas, pero continúa descuidando sus debilidades, evidenciando aún alguna resistencia al cambio tecnológico (aunque allí muchas veces son entendibles las necesidades de priorización de recursos presupuestales escasos).

En conclusión, la fotografía de madurez digital por el lado de la oferta evidencia algunos desarrollos de consideración, pero aún se muestra algo rezagada frente al referente de España. A futuro, será importante estar atentos al carácter disruptivo de nuevos productos y también a su potencial de generación de mayor inclusión financiera, todo lo cual encierra evidentes desafíos en la región.

Aquí ya mencionamos cómo toda esta provisión de banca digital está virando hacia conceptos de plataformas que se incorporan sobre el *core* bancario, mediante servicios de “*Open Banking*” apalancados en el uso de APIs.

Gráfico 6. Factores de Oferta en América Latina:
Situación actual de los procesos de tecnología e innovación
(% de encuestados)



Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF.

Elementos de demanda

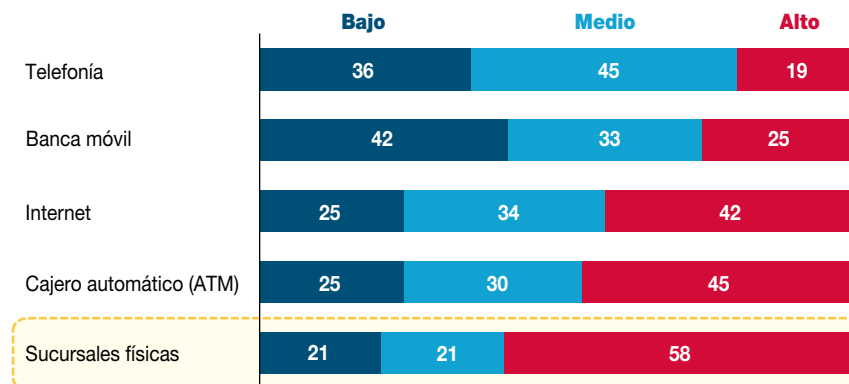
Los resultados de la Encuesta para el agregado regional muestran algunas divergencias vistas por el lado de la demanda, pues a pesar de los avances en la oferta digital, se observa que las preferencias de muchos clientes permanecen estancadas en canales físicos tradicionales. Por ejemplo, el gráfico 7 ilustra un “alto” uso de canales transaccionales tradicionales como las sucursales físicas (58% de la muestra) y cajeros automáticos (45%). Si bien cabe destacar que

dicha intensidad de “alto” uso se mantiene para los canales transaccionales de internet (42%), se reduce rápidamente en el caso de la banca móvil (25%) y telefonía (19%).

El gráfico 8 muestra otra arista de dicha baja demanda por canales digitales, pues solo el 12% de los bancos encuestados enfrenta usos digitales elevados por más del 60% de sus clientes (algo inferior al 25% que se lee en el referente de España). Hay una porción importante del 23% de la muestra que percibe usos medios de canales digitales por parte del 40%-60% de sus clientes (ligeramente por debajo del 30% de España), pero también hay un 28% de la muestra algo rezagada con usos digitales en menos del 20% de su clientela (vs. valores nulos en España). Como era de esperar, dichos clientes digitales se concentran en edades relativamente jóvenes de rangos de 25-35 años (55% de la muestra) y 35-45 años (31% de la muestra).

Finalmente, en el uso de servicios digitales según estrato económico,

Gráfico 7. Factores de Demanda en América Latina:
Intensidad de uso de los clientes de los canales transaccionales (% de encuestados)

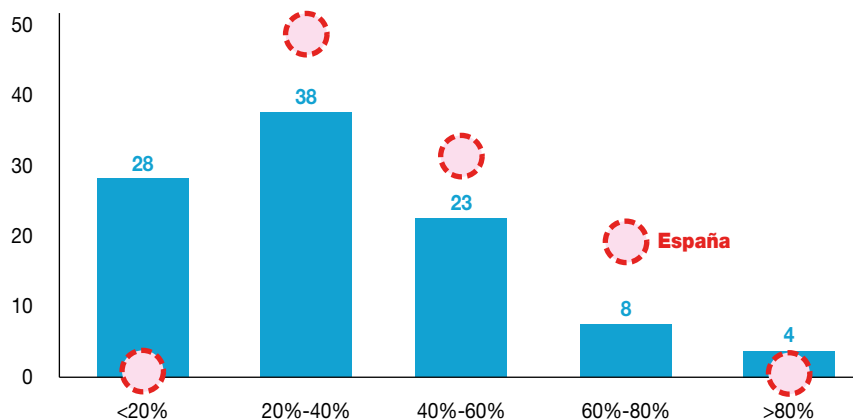


Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF.

se observa una penetración del 67% en los estratos medios, del 24% en los estratos altos y del 10% en los estratos bajos. Esto último subraya nuevamente la necesidad de mayor innovación en productos que eleven la inclusión financiera de estratos bajos, siendo allí más difíciles los elementos de penetración de educación financiera. Aquí vale la pena mencionar que

los esfuerzos Fintech de las *startups* y bancos tratan de capturar a clientes de la base de la pirámide. También deberá analizarse ese sorprendente uso reducido de tecnología digital de estratos altos, probablemente debiéndose diseñar mecanismos para capturar herramientas de “*wealth management*” automatizado-digital para individuos de altos ingresos (el “codiciado segmento de *high net-worth individuals*”).

Gráfico 8. Factores de Demanda en América Latina:
Porcentaje de clientes que utilizan canales digitales (% de encuestados)



Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF y KPMG (2017).

Transformación digital

Hemos visto cómo el Fintech está introduciendo una revolución disruptiva en el negocio bancario tradicional a nivel global, pero a diferentes velocidades. ¿Cuál es el grado de disrupción que perciben los bancos en América Latina derivado de dicha amenaza Fintech? Al preguntarles explícitamente sobre este factor, sorpresivamente cerca de un 63% de las entidades encuestadas le asigna un grado de disrupción “baja” a la transformación digital durante el período 2018-2019. En cambio, un 27% le asigna un grado de disrupción

¡Durante 2018, hemos
garantizado
\$ 11,6 billones
en créditos para las
Mipymes colombianas!

Así mismo, como parte de nuestra misión de **respaldar los sueños empresariales**, también **trabajamos de la mano con las Fintech** para impulsar el acceso al crédito de los emprendedores e innovadores del país.

Pregunta por nuestros productos de Garantías

📞 Línea Gratuita de Servicio al Cliente 01 8000 910 188

✉ E-mail: servicio.cliente@fng.gov.co

🌐 www.fng.gov.co

www.fng.gov.co



GOBIERNO
DE COLOMBIA



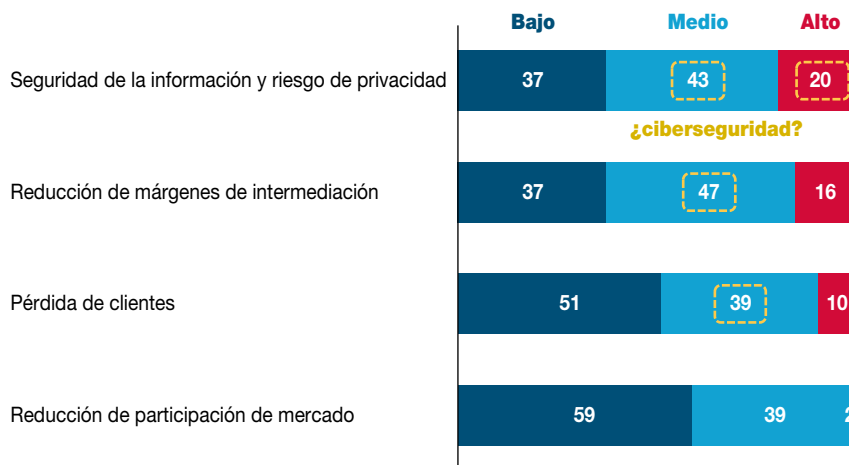
MINCIT



“media” y solo un 10% un grado de “alta” disrupción, concluyendo que la percepción de este fenómeno arroja una distribución algo extraña. Esto último ya que, acto seguido, contestan que cerca de un 39% sí está preocupado por los elementos disruptivos del Fintech al interior de su organización.

Dicha mayor preocupación por elementos disruptivos del Fintech se eleva al indagar sobre las amenazas Fintech en áreas particulares del negocio bancario, ver gráfico 9. Allí sobresalen preocupaciones referentes a: i) seguridad de información y riesgo de privacidad, donde han sido persistentes las referidas a la ciberseguridad (“riesgo medio” por parte del 43% de la muestra, y “riesgo alto” por el 20% de la muestra); ii) reducción de márgenes de intermediación (percepción de “riesgo medio” en el 47% de la muestra, y “riesgo alto” en el 16% de la muestra); y iii) pérdida de clientes (percepción de “riesgo medio” en el 39% de la muestra, y “riesgo alto” en el 10% de la muestra).

Gráfico 9. Transformación Digital en América Latina: amenazas en su negocio, como consecuencia del desarrollo del Fintech (% de encuestados)

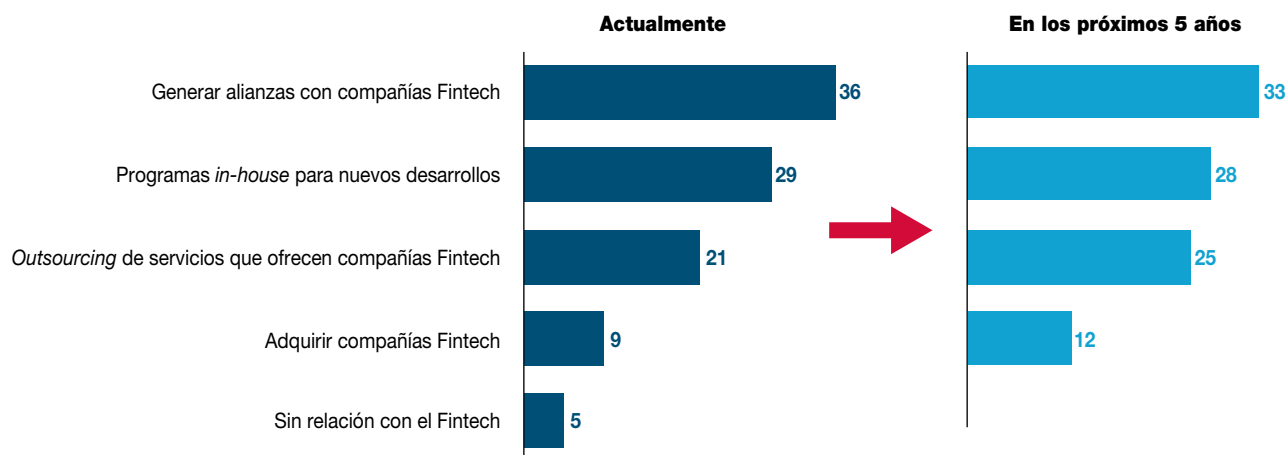


Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF.

Conscientes de dichas amenazas, las entidades bancarias encuestadas están reaccionando mediante estrategias de: i) alianzas con compañías Fintech (36% de la muestra); ii) innovación “orgánica” al interior de los bancos (29% de la muestra), donde muchas entidades han imple-

mentado sus propios “laboratorios digitales” o “hubs” de innovación internos; iii) *outsourcing* de servicios digitales a compañías Fintech (21% de la muestra); y iv) adquisición de compañías Fintech (9%), ver gráfico 10. Nótese cómo dichas estrategias estarían virando poco durante el

Gráfico 10. Transformación Digital en América Latina: Estrategias de la organización para enfrentar el desarrollo Fintech (% de los encuestados)



Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF.

próximo quinquenio, salvo por algunos incrementos en la tendencia a adquirir compañías Fintech (hacia el 12%), con lo cual la región estaría plegándose a la tendencia global de permitir la innovación y uso del capital humano con habilidades tecnológicas avanzadas al interior de los bancos o mediante la creación de filiales.

La Encuesta también indagó sobre las capacidades que estará demandando la revolución del Fintech sobre el capital humano del sistema financiero de la región. Allí se destacaron los requerimientos de orientación al cliente (“muy relevante” para el 65% de la muestra y “altamente relevante” para el 27% de la muestra); el conocimiento digital (“muy relevante” para el 63% de la muestra y “altamente relevante” para el 29% de la muestra); y nociones de canales bancarios múltiples (“muy relevante” para el 55% de la muestra y “altamente relevante” para el 33% de la muestra). Nótese cómo dicho promedio de requerimientos del capital humano bancario coincide con lo observado en el referente de España en el rubro de orientación al cliente.

Sorprende que las habilidades propias del negocio bancario (“muy relevante” para el 37% de la muestra y “altamente relevante” para el 35% de la muestra) tengan menor importancia relativa frente a todas las habilidades. En particular, dichas habilidades bancarias son superadas por la comunicación digital (“muy relevante” para el 39% de la muestra y “altamente relevante” para el 45% de la muestra) y la gestión de la información (“muy relevante” para el 39% de la muestra y “altamente relevante” para el 47% de la muestra). Todo ello nos habla

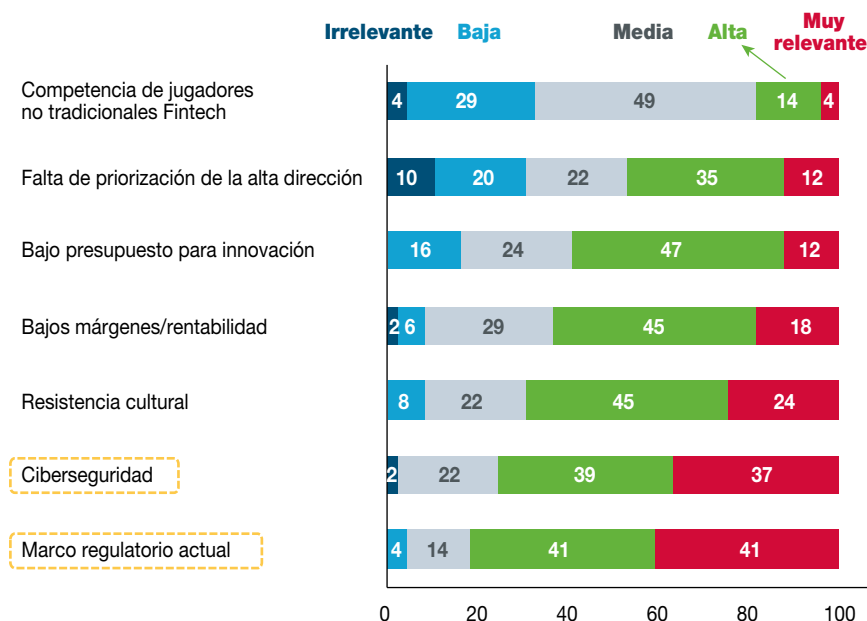
de la transformación que ya está ocurriendo en la fuerza laboral al interior de las entidades financieras, primando requerimientos de conocimientos digitales (código, algoritmos, *Big data*, etc.), incluso por encima del *core* de habilidades bancarias (aunque obviamente ellas seguirán siendo fundamentales en la dirección y manejo del negocio).

En materia de desafíos prospectivos para el desarrollo de la banca digital, la encuesta estableció retos en los frentes de: i) modificaciones al marco regulatorio actual (“muy relevante” para el 41% de la muestra y “altamente relevante” para otro 41% de la muestra), ver gráfico 11; ii) el recurrente tema de ciberseguridad (“muy relevante” para el 37% de la muestra y “altamente relevante” para el 39% de la muestra); y iii) la superación de la resistencia cultural al

interior de los propios bancos (“muy relevante” para el 24% de la muestra y “altamente relevante” para el 45% de la muestra).

Finalmente, la Encuesta indagó sobre los desafíos que enfrentarán los bancos en América Latina durante el próximo quinquenio. Un 36% de la muestra piensa que la banca tradicional y las *startups* terminarán repartiéndose la industria en nichos diferentes del mercado, mientras que un 34% piensa que sus estrategias de innovación reactivas serán suficientes para mantener el liderazgo en la industria. Preocupa que una porción no despreciable del 15% del promedio de la muestra regional pareciera “dormida en sus laureles”, descontando al Fintech como un fenómeno sobrevalorado. Sea cual fuere el resultado (altamente incierto en sí mismo), lo que está claro es que en

Gráfico 11. Relevancia de los desafíos para el desarrollo de la Banca Digital en América Latina (% de encuestados)



Fuente: “Encuesta los servicios financieros digitales en América Latina” (2018) Anif-FELABAN-CAF.

el futuro inmediato la competencia será ardua entre la banca tradicional y el efecto disruptivo generado por la vía de la innovación tecnológica y su relacionamiento con clientes, donde muchos bancos piensan que de aquí emanará el nuevo curso del sistema financiero, y no simplemente del progreso tecnológico *per se*.

Como es natural, todos estos resultados agregados del promedio de América Latina tienen alguna varianza en los datos individuales de países. En dicha muestra agregada, podrían establecerse dos grupos de países: i) aquellos con desarrollos de consideración de oferta de la banca digital, aunque con algunas dificultades por

el lado de la demanda (generando una especie de brecha entre capacidad “instalada” vs. precaria absorción vía demanda de banca digital), como son los casos de Colombia, Ecuador y Perú; y ii) países con algunos rezagos en la oferta de banca digital, aunque con mayor disposición de absorción por parte de la demanda (incluso pudiéndose interpretar como una brecha negativa entre oferta y demanda de banca digital); acá se pueden clasificar los casos de México y Argentina (aunque allí pueden estar jugando algunos ruidos estadísticos de la muestra). Paraguay es un caso aparte, con relativamente buenas lecturas tanto de oferta como de demanda digital. 



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrawald A., Goldfarb A. y Gans J. (2018), “Prediction Machines: The Simple Economics of Artificial Intelligence”, *Harvard Business Review Press*, 2018.

Claessens S., Frost J., Turner G., y Zhu F. (2018), “Fintech Credit Markets around the World: Size, Drivers and Policy Issues”, *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2018.

Felaban, BID y ASBA (2018), “Diálogo Regional del Sector Bancario: Nuevos Mercados, Nuevos Riesgos” (2018).

Galloway S. (2017), *The Four: The Hidden DNA of Amazon, Apple, Facebook and Google*, Penguin Random House, 2017.

Haskel J. y Westlake S. (2017), *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017.

KPMG (2017), “Nivel de madurez digital: el sector financiero en España”, abril de 2017.

PwC (2017), *The Global Fintech Report*, Price-Waterhouse-Coopers, 2017.



Apuntes para la Misión del Mercado de Capitales



Por: Gerardo Hernández Correa *

Introducción

En mayo de 1996 se entregaron los resultados de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, cuyas recomendaciones son aún recordadas por su oportunidad y pertinencia. Las conclusiones del trabajo, adelantado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco Mundial y Fedesarrollo, y en el cual participó un numeroso grupo de investigadores liderados por Mauricio Cárdenas Santamaría, propusieron una serie de reformas que permitieron la profundización del Mercado de Capitales en Colombia.

El gobierno del presidente Iván Duque Márquez convocó una nueva Misión del Mercado de Capitales como respuesta al diagnóstico común de las dificultades que enfrenta ese mercado en el país. Se busca encontrar propuestas que permitan lograr una mayor

profundidad, liquidez y acceso. La tarea no es fácil, aunque sí oportuna, porque, como se argumentará más adelante, tanto los reguladores como los principales actores del mercado han adelantado durante la última década numerosas reformas siguiendo las mejores prácticas internacionales e implementado ejemplos exitosos de otras jurisdicciones, sin que el Mercado de Capitales haya reaccionado como se esperaba.

En palabras del presidente del gremio de los comisionistas de bolsa, Jaime Humberto López, “no es un secreto que llevamos más de cuatro o cinco años atravesando por situaciones muy complejas de liquidez, de profundidad y ni que hablar de ausencia de nuevos emisores y del deslizamiento de otros... Lo que hemos encontrado es que no existe una fórmula mágica, no es un solo problema por resolver, no

hay un solo obstáculo que se evidencie como la causa única, ni siquiera principal. Hemos visto que es una suma de varios aspectos, unos de gran envergadura y bastante estructurales, y otros no tanto.” (López, 2017).

A lo anterior se suma la explosión en los últimos años del Fintech que anuncia modificaciones profundas en la industria financiera y, por lo tanto, una enorme oportunidad para aprovechar

* Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República y ex Superintendente Financiero entre 2010 y 2017. Las opiniones son de su exclusiva responsabilidad. Este documento fue preparado para el Seminario de Anif- BVC-AMV-CAF. “Mercado de Capitales y desafíos Fintech”, septiembre 5 de 2018. E-mail: ghernaco@banrep.gov.co

las nuevas tecnologías en beneficio de los consumidores financieros.

Punto de partida

Hay una extensa literatura académica que concuerda con la necesidad de un Mercado de Capitales dinámico como elemento clave para la asignación eficiente del capital y del riesgo. Un mercado desarrollado permite que los sectores público y privado puedan movilizar recursos para financiarse. La emisión de títulos en el Mercado de Valores permite complementar la financiación bancaria tradicional y permite ampliar la base de inversionistas. La emisión en el mercado público también está asociada con mejores reglas de gobierno corporativo y mayor transparencia de las firmas. Por otra parte, la profundidad y liquidez del mercado facilita también la transmisión de la política monetaria que normalmente se realiza mediante operaciones de mercado abierto (Leaven, 2014).

Durante la última década, Colombia ha tenido un enorme progreso en el desarrollo del Mercado de Capitales. Estos logros se reflejan en lo siguiente:

1. Un marco institucional de regulación y supervisión acorde con los mejores estándares internacionales, tal y como fue reconocido por la misión del FSAP adelantada por el FMI y el Banco Mundial en 2012 (FSAP, 2012). En dicho informe, que constituye una revisión integral del sector financiero, se destacó la Ley 964 de 2005 como un instrumento legal con un alto grado de flexibilidad para el regulador, lo que ha permitido dotar al Mercado

de Capitales con nuevos instrumentos con una adecuada protección de los inversionistas.

Adicionalmente, fue acertada la decisión de establecer en 2005 un supervisor integrado dada la estructura del sistema financiero colombiano caracterizado por fuertes conglomerados financieros y una unificación importante de los mercados. Distintos trabajos (Masciandaro *et al.*, 2011) muestran que, a nivel global, se está optando cada vez más por el esquema de supervisor unificado. Lo anterior facilita la visión completa del sistema financiero y de sus riesgos dadas las fuertes interacciones entre los distintos mercados, evita arbitrajes regulatorios y permite una adecuada coordinación de la Red de Seguridad Financiera.

De manera complementaria, la adopción de un modelo de supervisión basada en riesgos por parte del supervisor se constituye también en un elemento clave para contar con un marco institucional fuerte. Cabe resaltar que la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) optó por establecer una metodología de supervisión para los agentes vigilados del Mercado de Valores teniendo en cuenta su naturaleza y riesgos.

Finalmente, la decisión de establecer la regulación integral del sistema financiero en cabeza de la Unidad de Regulación Financiera (URF) permite la acción coordinada de las autoridades, evitando arbitrajes regulatorios. Con la creación de la URF se da respuesta a la solicitud frecuente del sector sobre la necesidad de contar con un regulador especializado que tenga dentro de sus objetivos el de promover el Mercado de Valores (Puyo, 2018). Las múltiples reformas adelantadas en los últimos años en procura de un

mejor funcionamiento del Mercado de Valores por la URF dejan sin piso la idea de que el sector bursátil perdió importancia en la agenda regulatoria del Estado.

2. Un mercado de deuda pública líquido y profundo, fruto de una política pública exitosa y de largo plazo adelantada desde finales de los años noventa. El desarrollo del mercado de los TES no solo permite una financiación sana del Gobierno Nacional, sino que facilita la operación de la política monetaria, evitando la emisión de títulos por parte del Banco de la República para realizar su función.

Se deben destacar las reformas adoptadas tanto en el frente tributario como cambiario, lo que ha permitido flexibilizar el mercado secundario de TES y la importante participación de inversionistas extranjeros como tenedores de estos títulos, como se puede apreciar en los últimos años en donde han llegado a participar en el mercado con cerca de un 24% del total del mercado de TES.

Con el concurso del Banco Mundial, el Gobierno Nacional ha estudiado mecanismos para mejorar la liquidez y la eficiencia del mercado monetario y para profundizar la liquidez a lo largo de toda la curva de rendimientos de los TES. La Misión encontrará iniciativas a este respecto para su discusión que ya se han venido estudiando por la URF y la Dirección de Crédito Público.

3. Una infraestructura financiera moderna que cumple con los principales estándares internacio-

nales, tema que revisó también el FSAP en 2012. La Cámara Central de Contraparte y la Cámara de Divisas constituyen elementos clave para la mitigación de riesgos del sistema. Por su parte, la reciente integración entre la Bolsa de Valores de Colombia y Deceval puede permitir eficiencias y, ante todo, la reducción de costos en beneficio del sistema.

4. ■ *Un ejercicio cuidadoso tendiente a la integración financiera regional de la Alianza del Pacífico, en la cual tanto el sector público como el privado han ejercido liderazgo frente a sus pares en esos países.* El lanzamiento de MILA y los posteriores esfuerzos de homogenización de la regulación y de las prácticas de supervisión son esfuerzos muy importantes que han contado con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Estos esfuerzos deberían seguirse realizando dado el carácter complementario que tienen los mercados de los países que constituyen la Alianza del Pacífico.

En particular, el conocimiento de la regulación y de las prácticas de supervisión de las otras jurisdicciones son cruciales para lograr en el futuro una mayor integración de los mercados financieros. Adicionalmente, las reuniones entre reguladores, supervisores e industria constituyen un buen escenario para intercambiar experiencias y evaluar las mejores prácticas en otros países.

5. ■ *El desarrollo de los mercados de renta fija y variable privados.* La Misión encontrará para su estudio propuestas diversas para promover

dichos mercados, pero, ante todo, deberá estudiar las experiencias de los últimos años, como, por ejemplo, la venta masiva de acciones a pequeños inversionistas que no tenían la información ni el conocimiento de los riesgos inherentes a este tipo de mercados y que, finalmente, se han vuelto accionistas “perdidos” con costos importantes para los emisores y el mercado¹. Otra experiencia para analizar cuidadosamente es la participación de algunos emisores listados en otras jurisdicciones (“double listing”) que hicieron evidentes problemas de transparencia y de una adecuada protección a los inversionistas en otras jurisdicciones.

6. ■ *El fortalecimiento de la regulación de Gobierno Corporativo, impulsado por el ingreso de Colombia a la OECD y materializado en una reforma al denominado Código País.* Las reformas introducidas mejoran la transparencia de los emisores y dotan a los accionistas minoritarios de mecanismos para hacer valer sus derechos societarios. Las nuevas reglas adoptadas están a la vanguardia de las mejores prácticas internacionales.

7. ■ *Un programa ambicioso de infraestructura vial y la creación de la FDN como instrumento financiero para promover y adelantar su financiación.* La Misión debe revisar mecanismos que permitan complementar la financiación bancaria que ha primado en buena parte de los proyectos de infraestructura del programa 4G.

La Misión también encontrará la consolidación de las firmas comisionistas de bolsa que han pasado, en su ma-

yoría, a ser parte de conglomerados financieros nacionales o extranjeros y que se han denominado en Colombia como “bancarizadas”. Este fenómeno está asociado con distintos factores, tales como la caída de rentabilidad, los cambios en las necesidades y expectativas de los inversionistas en el mercado minorista, las nuevas tecnologías y, claro está, la orden de intervención y liquidación de comisionistas tanto de la BVC como de la BMC por parte de la SFC.

La Misión igualmente deberá analizar el impacto de que agentes no tradicionales del Mercado de Valores, como las sociedades fiduciarias, hayan tomado un papel muy importante como administradoras de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs), y otros agentes, como las Sociedades Administradoras de Inversiones, hayan perdido casi totalmente su relevancia en el mercado.

Reformas adelantadas, unas exitosas, otras no tanto

La Misión va a encontrar una serie de reformas adelantadas en la última década, algunas exitosas y otras que no han tenido los resultados esperados, veamos algunos ejemplos:

- ✓ La reforma de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) que transformó por completo la operación de estos vehículos, segregando funciones y mitigando riesgos. El crecimiento de los portafolios ad-

¹ Así los denomina Andrés Moreno Jaramillo en “La Bolsa en Colombia en el siglo XXI”, 2018.

ministrados muestra que los FICs son un mecanismo idóneo para que los pequeños inversionistas puedan participar en el mercado. No es de extrañar que muchos de ellos se hayan volcado a su utilización en desmedro de la actividad tradicional de intermediación del mercado minorista.

✓ Las reformas a la regulación de inversión extranjera que flexibilizaron y facilitaron la inversión de portafolio. Estas reformas van de la mano con los cambios en la regulación cambiaria adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República (Resolución Externa 1 de 2018) que flexibiliza las transacciones entre residentes y no residentes, en especial las operaciones de derivados, y permite el seguimiento de los riesgos de descalces cambiarios y movimientos de los flujos de capitales.

✓ Las reformas de simplificación tributaria que facilitaron la inversión de portafolio al reducir la tarifa a niveles competitivos con otras jurisdicciones.

✓ La regulación para facilitar la operatividad de emisores recurrentes del mercado, minimizando permisos y costos y facilitando que los emisores puedan entrar al mercado cuando consideren que las circunstancias son apropiadas para sus colocaciones.

✓ La simplificación de trámites en el proceso de emisión y la reducción de costos de los mismos por parte de la SFC.

✓ La regulación referente a Creadores de Liquidez como un mecanismo para alentar el mercado de renta variable privado. Este es uno de los cambios en la regulación que ha tardado en utilizarse, por lo cual la Misión debería revisar si se requieren ajustes para que sea un mecanismo más extendido.

✓ La regulación referente al segundo mercado, adoptada siguiendo las experiencias internacionales para atraer a nuevos oferentes al mercado, pero que no ha tenido los resultados esperados.



Ideas para una agenda futura

A pesar de los avances y reformas realizadas, hay acuerdo de los participantes en el mercado sobre la necesidad de nuevos instrumentos para darle un impulso decidido al Mercado de Capitales (Mora, 2018). Tanto en el Congreso reciente de Asobolsa como

en entrevistas realizadas a destacados agentes del mercado (revista *Criterio Inversionista*, 2018) se menciona la necesidad de “alinear incentivos” y establecer una agenda del Mercado de Capitales a nivel de país. La Misión del Mercado de Capitales es el escenario adecuado para discutir estas ideas, sobre todo si se tiene en cuenta que el Estado ha realizado una ambiciosa agenda de cambios regulatorios de la mano del sector privado. La Misión debe validar los intereses de los distintos agentes, ya que en el pasado pareciera que no siempre ha existido una debida coordinación entre los proyectos adelantados por las infraestructuras, y el interés y preparación de los otros agentes del mercado.

A diferencia de la de los años noventa, la Misión encuentra mejor información y una serie de diagnósticos, que tienen ideas comunes sobre las dificultades por las cuales atraviesa el mercado. A continuación se presentan unos temas que podrían estar en esa agenda:

1. Fortalecer la independencia administrativa y financiera de la URF como regulador único en procura de atender las cre-

cientes necesidades de las distintas industrias del sector financiero (Hernández, 2018).

2. Estudiar la posibilidad de una nueva ley financiera que permita regular y supervisar los nuevos desarrollos financieros, algunos de los cuales no se enmarcan dentro de

la noción tradicional de “valores” ni son operaciones autorizadas al sector financiero tradicional. En otras palabras, es necesario que el regulador y el supervisor cuenten con instrumentos que les permitan regular actividades y no solo instituciones como ha sido tradicional en la regulación financiera. Esta ley debe dar flexibilidad al Gobierno Nacional para regular nuevas operaciones que por su desarrollo compitan con los instrumentos tradicionales de los mercados intermediados y no intermediados. Estas facultades deben estar fundamentadas en criterios de estabilidad financiera en sentido amplio, eficiencia y protección al consumidor financiero, y contemplar la posibilidad legal de establecer “sandboxes” en los cuales el regulador pueda conocer de primera mano la forma cómo se realiza la innovación financiera y, con este conocimiento, expedir la regulación (Hernández, 2018).

3. Revisar algunos aspectos de la regulación de los Fondos de Pensiones, tales como la rentabilidad mínima. A este respecto, la Misión debería considerar las conclusiones de un Comité de Expertos convocado por el gobierno anterior que propuso: (i) modificar la fórmula para calcular la rentabilidad mínima, atándola a la inflación promedio de un plazo de por lo menos 10 años; y (ii) establecer un portafolio de referencia para cada tipo de fondo, que se usaría como guía para definir el nivel a partir del cual la AFP podría cobrar una comisión de desempeño. Igualmente, y de manera complementaria, se deben revisar las dificultades que han impedido que el mercado de rentas vitalicias se desarrolle en Colombia.

4. Incentivar a las AFPs para que inviertan en emisiones pequeñas y de mayor riesgo, de conformidad con la reforma de multifondos. En este tema es fundamental entender el papel que han tenido los organismos de control en llevar a que los administradores se muevan cada vez más a la frontera más conservadora del riesgo para no incurrir en eventuales investigaciones y sanciones.

5. Aligerar las cargas regulatorias y de información para incentivar a nuevos emisores, en especial para operaciones de intermediación de bajo monto y portafolios de inversiones con baja transaccionalidad, y establecer a los emisores como depositantes directos con el fin de reducir costos del sistema y del consumidor. La SFC ha puesto en práctica una serie de medidas en este sentido, acompañadas de la reducción de costos de emisión.

6. Continuar con los esfuerzos para la integración financiera con los países de la Alianza del Pacífico, dado el carácter complementario de los mercados y los avances en materia de conocimiento de las prácticas del mercado en los distintos países.

7. Promover que otros inversionistas institucionales, como las compañías de seguros y los Fondos de Pensiones Públicos, dentro de un balance de rentabilidad y riesgo, tengan un papel más importante en el Mercado de Valores.

8. Estudiar mecanismos para un desarrollo más profundo y líquido del mercado de deuda privada. El desarrollo actual parece ser adecuado para grandes emisiones, no así con algunas emisiones consideradas por los inversionistas institucionales como muy costosas por su tamaño. A lo anterior se suma el llamado síndrome del AAA que lleva a que los institucionales tengan una aversión a cualquier emisión que no tenga esa calificación. Algunos analistas han culpado a la regulación del IRL por tener una preferencia por los títulos públicos, tema que deberá revisar la Misión, sin que la solución sea recomendar que se relaje la regulación que sigue estándares internacionales.

9. Sobre la consolidación de los intermediarios, bien vale la pena analizar si esto ha incidido de alguna manera en la competencia en desmedro del mercado o si es la consecuencia de un mercado que requiere adecuados niveles de capital para introducir las modificaciones tecnológicas que el mercado demanda y en donde algunas de las firmas no consideraron rentable esta transformación.

10. Revisar mecanismos para fortalecer la confianza de los inversionistas en los intermediarios y el mercado. Dado que Colombia cuenta con un autorregulador del Mercado de Valores, es necesario fortalecer su actuación. En una reciente presentación, el Superintendente Financiero, Jorge Castaño Gutiérrez, mencionó que menos del 4% de las infracciones del Mercado de Valores tiene consecuencias penales, lo que resulta claramente

insuficiente si se quiere recobrar la confianza del mercado.

11. Evitar la puerta giratoria.

Lograr un acuerdo entre los distintos intermediarios para que no se presente una “puerta giratoria” de comisionistas que han mostrado comportamientos atentatorios de las reglas del Mercado de Valores, pero que aun así son contratados por otras firmas. En otras jurisdicciones se han fortalecido las sanciones para los casos de violaciones del mercado y se ha mejorado la publicidad de las sanciones impuestas por la SFC y la AMV.

12. Adopción del IBR.

En cuanto al mercado monetario, existe consenso en estudiar las razones por las cuales no se ha podido adoptar el IBR como referencia obligatoria en el mercado.

13. Transformar los programas de educación financiera

que hoy en día se hacen, buscando el correcto entendimiento de los inversores sobre sus derechos, obligaciones y riesgos.

Última reflexión

La Misión tiene una excelente oportunidad para revisar el estado del arte de nuestro Mercado de Capitales. Mucho se ha avanzado y eso no puede perderse de vista. A diferencia de la opinión de algunos analistas, la actividad desplegada en materia regulatoria muestra el interés permanente que las autoridades han dado al Mercado de Capitales.

Temas como el tamaño del Mercado de Capitales deseado *vis à vis* de otras formas de financiación local y externa; el papel de los Fondos de Pensiones en el Mercado de Capitales versus su objetivo de lograr que sus afiliados obtengan una pensión,

lo que condiciona los niveles de riesgo en que pueden invertir; o el papel como financiadores en otras actividades como la infraestructura, deberán discutirse considerando las experiencias internacionales y locales. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2018), Mercado de Capitales: diagnóstico y realidades, *Comentario Económico del Día* 22 de octubre de 2018.

Castaño Gutiérrez J. (2018), Construcción de confianza en el Mercado de Valores colombiano, presentación en el 10º Congreso de Asobolsa- BVC.

Córdoba Garcés J.P. y Molina Ungar E. (2018), Elementos para alcanzar el Mercado de Capitales que Colombia necesita: hoja de ruta y desafíos estructurales, Documento CEDE, Universidad de los Andes, 2018.

Fondo Monetario Internacional (2013), “Colombia: Financial Stability Assessment”, IMF Country Report No. 13/50, IMF 2013.

Hernández G. (2018), “Contexto histórico y estabilidad financiera de Colombia en la última década”, en *Regulación y gestión de riesgos financieros: una visión comparada*, Asobancaria, 2018

Laeven L. (2014), The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges, Working Papers IMF, 2014.

López J.H. (2018), Discurso 10º Congreso de Asobolsa, 2018.

Masciandaro D., Vega R. y Quintyn M. (2011), The Economic Crisis: Did Financial Supervisors Matter?, IMF Working Paper WP/11/261. IMF.2011.

Moreno Jaramillo A. (2018), *La Bolsa en Colombia en el siglo XXI*, 2018.

Mora J.C. (2018), “Fortalecer el Mercado de Capitales, una prioridad” en *La República*, 1º de octubre, 2018.

Puyo Vasco R. (2018), “La propuesta del Ministro”, en *La República*, 28 de agosto, 2018

Revista *Criterio Inversionista* (2018), “Las expectativas del mercado”, 2018.



PRIME

BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD SERGIO ARBOLEDA



Una experiencia global

NETWORKING PRIME

Crea una red global de contactos, gracias a nuestros aliados en Estados Unidos, España y China.

GLOBALIZACIÓN PRIME

Sesiones en nuestros centros de excelencia internacional en Madrid y Miami, y visitas a organizaciones y empresas internacionales para incubar ideas y desarrollar negocios.

HUMANISMO PRIME

Formación de líderes humanistas que inspiran a las organizaciones a las que pertenecen.

EXCELENCIA PRIME

Alta cuota de profesores internacionales con metodología internacional y amplio énfasis en inteligencia relacional.

MAESTRÍAS

- EXECUTIVE MBA - EMBA
- MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS - MBA
- MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF
- MAESTRÍA EN COMERCIO INTERNACIONAL - MCI
- MAESTRÍA EN GESTIÓN ENERGÉTICA - MGE
- MAESTRÍA EN GERENCIA COMERCIAL Y MARKETING - MGCM
- MAESTRÍA EN DIRECCIÓN Y GESTIÓN TRIBUTARIA - MDGT
- MAESTRÍA EN GERENCIA DE LA CADENA DE SUMINISTROS - MGCS

ESPECIALIZACIONES

- ESPECIALIZACIÓN EN COMERCIO INTERNACIONAL
- ESPECIALIZACIÓN EN GERENCIA DE MARKETING

EDUCACIÓN EJECUTIVA - EE

www.prime.edu.co

COLOMBIA: Bogotá, Santa Marta, Barranquilla - ESPAÑA: Madrid

Líneas de atención: Bogotá: (1) 325 8181 · Barranquilla: (5) 368 9417 - (5) 368 8189 · Línea gratuita nacional: 01 8000 11 0414 · E-mail: prime@usa.edu.co

EMBA: SNIES 51664 • Resolución 1298 de 12/02/2013 vigente por 7 años • Duración: 4 semestres • Bogotá, MAP: SNIES 90640 • Resolución 4244 de 10/03/2017 vigente por 7 años • duración: 4 semestres • Bogotá, MGE: SNIES 105305 • Resolución 2398 de 10/02/2016 vigente por 7 años • Duración: 3 semestres • Bogotá, MBA: SNIES 51664 • Resolución 1298 de 12/02/2013 vigente por 7 años • Duración: 4 semestres • Bogotá, MCI: SNIES 90862 • Resolución 4255 de 10/03/2017 vigente por 7 años • duración: 4 semestres • Bogotá, MDGT: SNIES 105466 • Resolución 6276 de 06/04/2016 vigente por 7 años • Duración: 4 semestres • Bogotá, MBA - Barranquilla Código SNIES 103575 • Resolución 12560 de 05 de agosto de 2014 vigente por 7 años • Duración: 4 semestres • Barranquilla, MGCM: SNIES 105870 • Resolución 19451 de 10/10/2016 vigente por 7 años • Duración: 4 semestres • Bogotá, MGCS: SNIES 106615 • Resolución 29510 de 29/12/2017 vigente por 7 años • Duración 3 semestres - Bogotá, Comercio Internacional SNIES 52227 • Resolución 923 de 24/01/2014 vigente por 7 años • Duración: 2 semestres • Bogotá, Gerencia de Marketing SNIES 103643 • Resolución 13442 de 19/08/2014 vigente por 7 años • Duración: 2 semestres • Bogotá, Universidad Sergio Arboleda, código SNIES 1728 - Resolución 16377 del 29 de octubre de 1984 y 6423 del 05 de agosto de 2011, Ministerio de Educación Nacional. En cumplimiento de la Resolución 12220 del 20 de junio de 2016, visite el siguiente vínculo: <http://www.usergioarboleda.edu.co/institucional/>.

VIGILADA
MINEDUCACIÓN

La autorregulación del Mercado de Valores en Colombia



Por: Michel Janna *

1. Introducción

El concepto de la autorregulación de valores en Colombia es tan antiguo como el mismo Mercado de Valores. El precedente más remoto está relacionado con la creación, en 1928, de la Cámara Disciplinaria en la entonces recién establecida Bolsa de Bogotá.

Durante estos noventa años, al igual que el Mercado de Valores en general, la autorregulación como institución ha tenido variaciones en sus formas y reglas. Sin embargo, ha mantenido su objetivo original de establecer códigos y mecanismos de cumplimiento por parte de los mismos integrantes de la industria, con el fin de elevar los estándares de operación por encima de los requeridos por el Estado.

Su modificación estructural más reciente ocurrió en 2006, cuando la industria optó por fundar el Autorregulador del Mercado de Valores – AMV, un organismo independiente tanto de la Bolsa como de los gremios. Desde entonces, AMV está encargado de ejercer las siguientes funciones:

Función normativa: AMV emite normas, reglas y códigos con el fin de asegurar el correcto funcionamiento de la actividad de intermediación de valores en Colombia. Estas normas buscan determinar la



* Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores - AMV.
E-mail: presidencia@amvcolombia.org.co

conducta de los intermediarios y de las personas vinculadas a estos, elevando los estándares éticos, de funcionamiento y, en general, garantizando la protección de los inversionistas y la integridad del mercado.

Función de monitoreo y supervisión: AMV evalúa la verificación del cumplimiento de las normas del Mercado de Valores a través del monitoreo constante de las transacciones que se realizan en las plataformas de negociación y en el mercado mostrador. También realiza visitas a los miembros autorregulados, y actividades de análisis y evaluación de información remitida por sus miembros.

Función disciplinaria: AMV investiga hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del Mercado de Valores, inicia procesos disciplinarios e impone las sanciones a las que haya lugar.

Función de profesionalización: AMV es la entidad encargada de evaluar la capacidad técnica y profesional de las personas que intervienen en el Mercado de Valores colombiano, a través de la realización de exámenes, de la verificación de sus antecedentes, y de la expedición de las certificaciones obligatorias para ejercer diversas funciones en el Mercado de Capitales.

Al evaluar la experiencia internacional de los esquemas de autorregulación similares a AMV, es posible identificar una serie de condiciones que contribuyen a su éxito y buen funcionamiento (Carson, 2011; CFA Institute, 2013). Estas condiciones se pueden agrupar en tres frentes.

Primero, con respecto a sus capacidades, los organismos de autorregulación:

- Deben contar con suficiente capacidad técnica y experiencia en los mercados que regulan y supervisan.
- Deben ser lo suficientemente independientes para poder fijar reglas, códigos y políticas que contribuyan al bienestar y desarrollo de los mercados, y suficiente autoridad y mecanismos de disuasión para evitar incumplimientos a estas reglas y códigos.

Segundo, en su relacionamiento con el mercado:

- Deben contar con el apoyo de la industria y que esta tenga la disposición de participar en su funcionamiento, su administración y su fondeo.
- Deben garantizar mecanismos adecuados de interacción para recurrir al conocimiento de los participantes del mercado cuando esto sea necesario.

Finalmente, con respecto a su relacionamiento con las autoridades estatales:

- Debe existir una coordinación adecuada con el supervisor estatal, con el fin de evitar la duplicidad de funciones.

Después de doce años de funcionamiento de AMV, estas condiciones se han consolidado, y hoy en día Colombia cuenta con una entidad autorreguladora madura en su Mercado de Valores. En estos mismos doce años, han dejado una serie de experiencias que permiten hoy apalancar nuevas iniciativas en busca de modernizar la entidad y mantenerla a tono con las necesidades de su industria, y la vanguardia en el contexto internacional.

2. El nuevo foco de AMV

En 2017, el Consejo Directivo de AMV asumió una ambiciosa modernización del foco estratégico de la organización y de la forma como ejerce sus funciones. Este ejercicio, que es dinámico y que está en constante ejecución, buscó fundamentalmente actualizar las prioridades de la organización, sus procesos y mecanismos de interacción, con el fin de alinearlos mejor con las necesidades actuales del mercado. El acompañamiento de la industria y de las autoridades ha resultado clave para avanzar en esta tarea.

Modernización en la función normativa

Con el fin de que la función normativa tenga un mayor impacto en el mercado, AMV decidió priorizar aquellas iniciativas que buscan dos objetivos principales: 1) elevar los estándares de la industria en las diferentes actividades de la intermediación de valores; y 2) procurar generar “puertos seguros” en la interpretación normativa, de manera que posibles vacíos regulatorios o divergencias en la interpretación de normas no se conviertan en inacciones que entorpezcan el desarrollo del mercado.

Un ejemplo del resultado de esta priorización normativa es la publicación del Manual sobre Conductas Manipulativas y Prácticas que Afectan la Integridad del Mercado en 2018 (AMV, 2018b). En este documento se buscó educar e ilustrar a los operadores del Mercado de Valores sobre el tipo de conductas manipulativas que tienen una alta gravedad para AMV. A través de ejemplos concretos tanto locales como internacionales, el Manual no

solo se concentra en instruir sobre lo que está prohibido, sino que da claros ejemplos de los patrones que no lo están, con lo que se procura establecer “puertos seguros” que permiten operar sin el temor de estar incurriendo en incumplimientos normativos. La respuesta a este documento ha sido muy positiva en la medida en que ha despertado la consciencia de la industria frente a situaciones de manipulación de la liquidez y los precios de las acciones y los bonos, lo que contribuye a la protección del inversionista final y de las mismas instituciones.

Por otro lado, la agenda regulatoria de AMV ha comenzado a tener un mayor énfasis en temas prospectivos relacionados con el uso de nuevas tecnologías en el sector financiero (*Fintech*). Por ejemplo, recientemente AMV publicó el Manual de Mejores Prácticas para la Administración y Gestión de Algoritmos de Negociación (AMV, 2018a). Esta iniciativa busca que en Colombia haya un crecimiento ordenado en el uso de algoritmos automatizados y de robots que son utilizados para decidir y enviar órdenes a los sistemas transaccionales. La evidencia internacional sugiere que existen efectos positivos de la automatización de las transacciones en los mercados de valores, y el Manual ofrece recomendaciones sobre cómo administrar adecuadamente estas herramientas en aspectos como el Gobierno Corporativo y el seguimiento y control sobre las mismas para así mitigar algunos de los riesgos relacionados con estas herramientas. A través del análisis de la experiencia en mercados con una mayor trayectoria en este tipo de instrumentos, el documento hace recomendaciones sobre los ele-

mentos que deben ser tenidos en cuenta para generar un desarrollo ordenado que potencie el funcionamiento del mercado colombiano.

De igual forma, AMV se ha embarcado en la identificación de barreras operativas o normativas que dificultan el crecimiento de algunos productos en el mercado, y que corresponden a restricciones que no son útiles en la actualidad, con el fin de definir estrategias que permitan removerlas, garantizando la adecuada protección de los inversionistas.

“En 2017, el Consejo Directivo de AMV asumió una ambiciosa modernización del foco estratégico de la organización y de la forma como ejerce sus funciones. Este ejercicio, que es dinámico y que está en constante ejecución, buscó fundamentalmente actualizar las prioridades de la organización, sus procesos y mecanismos de interacción, con el fin de alinearlos mejor con las necesidades actuales del mercado.”

En ese frente, la emisión en 2017 de la Carta Circular para el Tratamiento de Órdenes en el Desarrollo de Cuentas de Margen (AMV, 2017) es un buen ejemplo del esfuerzo por facilitar la gestión de este producto y reducir sus cargas operativas. Las cuentas de margen son de naturaleza apalancada, por lo que tienen implícita una operación de financiación que típicamente se hace mediante repos, simultáneas o TTVs¹ a muy corto plazo. Por lo tanto, si un inversionista desea mantener abierta una posición en la cuenta de

margen, sus operaciones de financiación asociadas deben ser renovadas periódicamente. La Carta Circular avala un mecanismo para facilitar la renovación de estas operaciones de financiación siempre que las posiciones en las cuentas de margen tengan una orden de mantenerse abiertas. Un punto clave de esta iniciativa es que está dirigida a clientes con un conocimiento suficiente del Mercado de Valores, con lo que se fundamenta en su capacidad para entender la naturaleza, los riesgos y las condiciones de estas operaciones.

Modernización de la función de monitoreo y supervisión

En su función de supervisión del mercado, AMV utiliza herramientas de monitoreo de las transacciones en los mercados de renta fija, renta variable, derivados y divisas que permiten advertir potenciales conductas de mercado, prácticamente en tiempo real, con lo que es posible tomar acciones para evitar su recurrencia. Además, realiza ejercicios de supervisión a través de visitas a las entidades autorreguladas con el objeto de evaluar la calidad de los procesos, los mecanismos de control interno, y la robustez de las políticas encaminadas a asegurar el cumplimiento de las normas de los mercados de valores y divisas.

En lo referente al monitoreo del mercado, desde finales de 2017 AMV comenzó a utilizar un nuevo mecanismo de relacionamiento con sus

¹Transferencia temporal de valores.

miembros. Concretamente, empezó a enviar, de manera mensual, una serie de reportes personalizados por entidad, donde comparte información relacionada con los patrones de negociación del respectivo intermediario. Estos reportes contienen información sobre transacciones alejadas de condiciones de mercado, sobre patrones de concentración de negociación entre operadores, sobre señales que pudieran sugerir algún tipo de manipulación de precios de títulos, y sobre registros de operaciones de manera extemporánea.

Al compartir esta información, que antes era de uso exclusivo de su área de monitoreo, AMV busca que las entidades miembros cuenten con mejores herramientas para actuar como primer frente ante conductas indebidas, promoviendo la prevención y autogestión.

La clave del cambio no solo radica en la novedad de los reportes, sino en su enfoque, pues estos no se envían a manera de advertencia o de requerimiento que debe ser respondido, sino como una ayuda adicional para que las directivas, los jefes de las mesas de negociación y las áreas de control y de cumplimiento tengan mejor información para gestionar su propio riesgo. Es también una forma de generar productos de valor agregado a las entidades miembros, pues para ellas es muy costoso, o incluso imposible, construir estos reportes por su cuenta.

Desde la introducción de estos reportes, las señales asociadas con operaciones alejadas de condiciones de mercado han disminuido en un 30% en el mercado de deuda pública de la Bolsa. Por su parte, las señales de posibles esquemas de manipulación de precios en el mismo mercado

prácticamente desaparecieron en este período (gráfico 1).

Por otro lado, en lo relacionado con las visitas de supervisión a entidades, AMV también está introduciendo modificaciones con el fin de generar un mayor valor agregado en estas. El modelo de visitas está migrando de un esquema puro de verificación de cumplimiento normativo, a uno donde se evalúa a la entidad frente a mejores prácticas, identificando sus brechas más significativas. En las mismas visitas AMV ofrece ahora capacitaciones y recomendaciones para contribuir a que la entidad pueda cerrar estas brechas. De igual manera, AMV está trabajando más de cerca con los órganos de control interno de sus miembros, promoviendo sus capacidades y elevando sus estándares.

Modernización de la función disciplinaria

Cuando la gravedad de las conductas no permite que sean tratadas a través de herramientas preventivas o de advertencia, es necesario recurrir a la

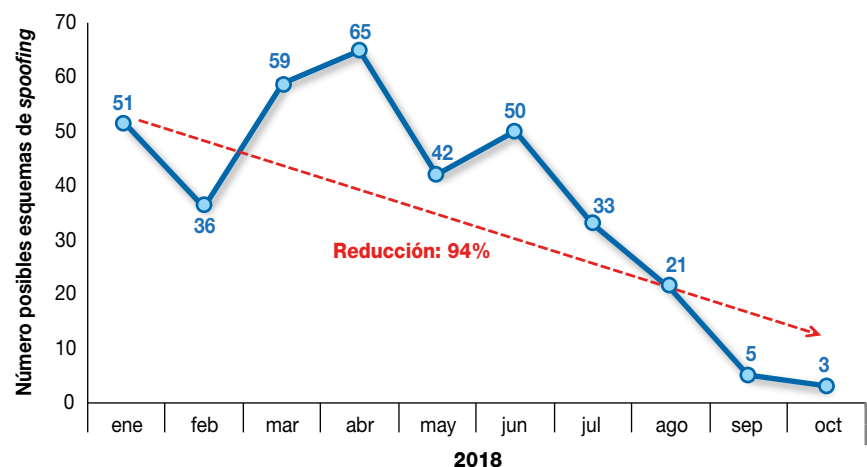
gestión disciplinaria. La efectividad de la función disciplinaria de AMV recae en tres principios: justicia, oportunidad, y poder disuasorio.

De manera consistente con estos principios, AMV ha modernizado sus políticas y procedimientos con el fin de que la labor disciplinaria esté reservada para aquellas conductas que son consideradas muy graves y que atentan de manera clara contra la integridad del mercado y sus inversionistas. Con esto se busca que sus sanciones sean una señal inequívoca de situaciones que no son tolerables para la misma industria, y que deben contar con su apoyo a través de acciones propias como, por ejemplo, las sanciones sociales.

Esta priorización está dando sus frutos, pues la composición de sanciones atribuibles a conductas de baja gravedad disminuyó del 17% observado en el período 2006-2016, a solo un 4% en 2017-2018 (gráfico 2).

De igual manera, y de la mano del Tribunal Disciplinario de AMV, los tiempos de los procesos disciplinarios

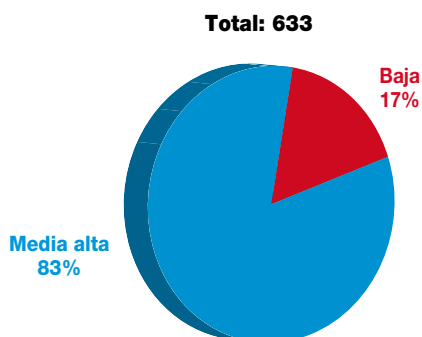
Gráfico 1. Señales de posibles esquemas de manipulación de precios (spoofing) en el mercado de deuda pública MEC



Fuente: AMV.

Gráfico 2. Composición de conductas sancionadas por AMV, según gravedad

Conductas sancionadas por gravedad (2006-2016)



Fuente: AMV.

Conductas sancionadas por gravedad (2017-2018)

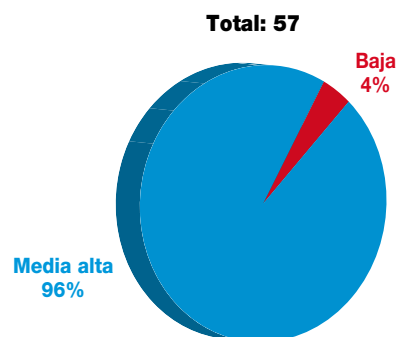
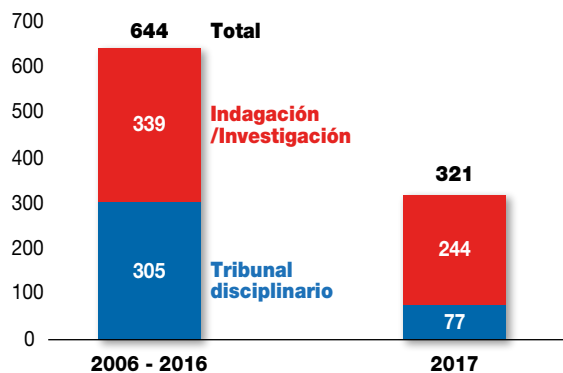


Gráfico 3. Días promedio de duración de los procesos disciplinarios de AMV



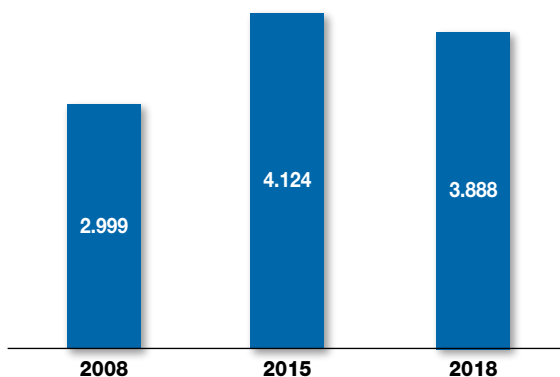
Fuente: AMV.

se han reducido de manera contundente, lo que ha permitido que los fallos sean establecidos de manera más oportuna y sean conocidos lo más pronto posible con respecto al momento del incumplimiento. Al comparar los tiempos que tomaron los procesos disciplinarios llevados a cabo entre 2006-2016 versus los del período 2017, es posible observar una disminución en más de la mitad del tiempo (gráfico 3).

Modernización de la función de
certificación de profesionales de la industria

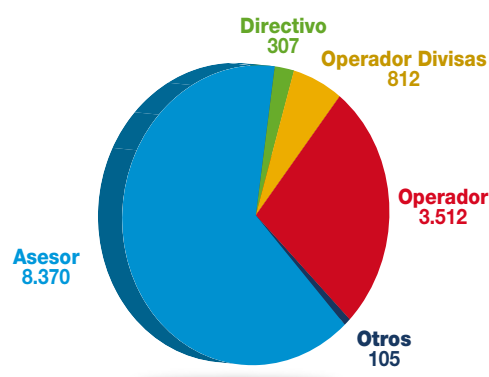
AMV está introduciendo los más importantes cambios al esquema de certificación desde que fue creado hace más de una década, con el fin de elevar el nivel de profesionalismo

Gráfico 4. Número de profesionales certificados por AMV



Fuente: AMV.

Gráfico 5. Modalidades de certificación vigentes emitidas por AMV (número)



Fuente: AMV.

de las casi 4.000 personas certificadas en los mercados de valores y divisas (gráficos 4 y 5). Estas modificaciones buscan mejorar los exámenes de idoneidad, haciéndolos más transversales, con una mejor selección del temario evaluado, y con preguntas mejor diseñadas.

El nuevo esquema, que entra en vigor en enero de 2019, pasará de tener 27 exámenes diferentes a solo 9, en todas sus modalidades (directivo, operador y asesor financiero). De igual forma, la evaluación de temarios como ética, integridad y correcta asesoría, fondos de inversión colectiva y fondos de pensiones, será transversal a todos los profesionales de la industria. También se incluye la evaluación de administración de portafolios en varios de estos exámenes con el propósito de elevar la calidad de los profesionales en este frente.

3. Retos a futuro

El principal desafío que enfrenta AMV a futuro no es exclusivo de la entidad. Con un Mercado de Valores relativamente desacelerado en Colombia, cada día es más difícil para las entidades del sector contar con una operación que les permita crecer. En este entorno complejo, el Autorregulador deberá afinar aún más su rol de promotor del Mercado de Capitales, sin renunciar a su mandato de combatir de manera implacable las conductas que afectan su integridad.

De igual forma, es clara la necesidad que tienen los miembros de modernizar sus modelos de negocio y mantenerse a flote. En ese sentido, es probable que en el futuro cercano se observe un mayor interés por adoptar soluciones tecnológicas que abaraten sus estruc-

turas de costos. Tal como ha ocurrido en jurisdicciones avanzadas, es común que los intermediarios automaticen sus operaciones a través de algoritmos de negociación, y digitalicen sus estructuras de asesoría a través de *Robo-advisors* (o asesoría por medio de algoritmos).

Si la tendencia en Colombia termina siendo similar a la de estos países, esto implicará una transformación importante del mercado frente a cómo lo conocemos hoy. La automatización de la negociación en pantalla supondrá

una mayor velocidad en la transaccionalidad, con lo que el Autorregulador deberá modernizar sus herramientas de monitoreo y vigilancia (*Regtech*), para asegurar que a través de esta nueva dinámica se mantengan los estándares en las conductas y así se asegure la transparencia e integridad de los mercados. Al mismo tiempo, deberá reforzar su capacidad técnica para poder supervisar de manera efectiva el correcto funcionamiento de las herramientas automatizadas de negociación y de asesoría que gobernarán las tendencias de nuestros mercados. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMV (2017), “Carta Circular 86 de Valores: Tratamiento de órdenes impartidas en desarrollo de cuentas de margen” (octubre), <http://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/normativa-del-mercado-de-valores/#normativa-cartas-circulares>
- AMV (2018a), “Manual Guía 22: Administración y gestión de algoritmos de negociación” (agosto), <https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/buenas-practicas/>
- AMV (2018b), “Manual Guía 18: Conductas manipulativas y otras prácticas que afectan la integridad del Mercado de Valores” (agosto), <https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/buenas-practicas/>
- Carson J. W. (2011), “Self-Regulation in Securities Markets”, World Bank Policy Research Working Paper No. 5542 (enero).
- CFA Institute (2007), “Self-Regulation in Today’s Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?”, Vol. 2007, No. 7 (septiembre).
- CFA Institute (2013), “Self-Regulation in the Securities Markets: Transitions and New Possibilities”, Position Paper (agosto).
- Presidencia de la República (2010), Decreto único 2555 de 2010 (julio 15), disponible en: <https://www.amvcolombia.org.co/normativa-y-buenas-practicas/normativa-del-mercado-de-valores/#normativa-decretos>

Mercado de Valores: realidades, avances y retos desde la perspectiva del Supervisor



Por: Jorge Castaño Gutiérrez *

Este artículo profundiza los aspectos presentados en el Seminario Temático Especial: Mercado de Capitales y Desafíos Fintech, organizado conjuntamente por Anif, la AMV, la CAF y la BVC, el pasado 5 de septiembre de 2018, sobre la situación actual del Mercado de Valores y los principales avances y retos que este afronta desde la perspectiva de la Superintendencia Financiera.

El desarrollo del Mercado de Capitales, especialmente en el caso de economías emergentes como la colombiana, es una tarea permanentemente desafiante e involucra diferentes frentes y agentes, desde las políticas macroeconómicas sostenibles que garanticen un entorno legal confiable y sostenible para sus participantes, hasta el de las instituciones de regulación y supervisión, que desde su institucionalidad sean capaces de ejercer un rol dinámico y eficaz en la promoción, estabilidad y construcción de confianza en el mercado, sus intermediarios y las infraestructuras por parte de los inversionistas.

Uno de los ejes estratégicos de la Superintendencia Financiera ha sido precisamente apoyar el diseño de políticas públicas asociadas a la pro-



*Superintendente Financiero de Colombia.
E-mail: jcastano@superfinanciera.gov.co

moción y desarrollo del Mercado de Capitales, trabajando consecuentemente para que en su implementación se garantice la convergencia a los mejores estándares y recomendaciones internacionales para la supervisión del Mercado de Capitales, acorde con la evolución de los mercados y los desarrollos tecnológicos.

Sin duda, la premisa de converger a mejores estándares, reconociendo las particularidades del entorno, la claridad con respecto a los efectos de su implementación, así como un manejo regulatorio y de supervisión que busca la proporcionalidad de su aplicación en aras de mantener un adecuado balance en la supervisión frente a la carga regulatoria, nos ha permitido avanzar en la puesta en marcha de mecanismos simples, modernos, ágiles, robustos y transparentes, en diferentes frentes, donde se destaca la evolución de los procesos de autorización o reconocimiento de ofertas públicas, emisores, Fondos de Inversión Colectiva, reglamentos, entre otros productos y servicios asociados al Mercado de Capitales.

Sin embargo, a pesar de que la regulación, supervisión y la infraestructura del Mercado de Capitales han mostrado avances muy significativos y están acorde con los estándares y prácticas internacionales, el mercado de renta variable ha sufrido una reducción importante en la cantidad de compañías listadas y de intermediarios participantes, así como en el número de ofertas públicas iniciales, los volúmenes de negociación y la diversidad de instrumentos transados.

Por su parte, el mercado de deuda corporativa -si bien presenta una dinámica importante en los volúmenes y los plazos de emisión- está concentrado

en pocos emisores, generalmente de tamaño importante y con calificaciones crediticias altísimas (Triple A y doble A).

Estas características tienen implicaciones importantes para la oferta de emisiones de títulos de deuda en la medida en que, si una compañía no emite un monto mínimo elevado o no cuenta con las calificaciones crediticias más altas, existe un riesgo significativo de que la emisión no sea exitosa y que, por tanto, no considere al mercado de deuda como una alternativa viable para su estructura de fondeo.

Por otro lado, desde la perspectiva de la demanda de este tipo de instrumentos, esta problemática implica que no existe la suficiente gama de emisores y perfiles de riesgo necesaria para construir diferentes tipos de portafolios y lo suficientemente diversificados para que puedan traducirse en una oferta más amplia de productos para los inversionistas finales.

Esto ha llevado a que en la práctica existan dos tipos de clases de activos: una de las más altas calidades y bajo riesgo y, otra, de vehículos alternativos o estructurados, con un vacío en la disponibilidad de instrumentos con un nivel de complejidad y riesgos intermedio, en el que perfectamente podrían estar emisores con grado de inversión, pero con un nivel de riesgo que oscile entre unas calificaciones A-sencilla y triple-B, o incluso un mercado de emisores de mayores niveles de riesgo o *high yield*.

Oportunidades

Las cifras más recientes publicadas por la Federación de Bolsas Mundiales (corte septiembre) reflejan las

características mencionadas anteriormente y revelan que el Mercado de Valores colombiano tiene por delante un importante camino por recorrer y requiere de la acción mancomunada de los diferentes participantes para obtener el impulso necesario que lo lleve a ganar relevancia y reducir el rezago frente a economías similares y más desarrolladas. Estas son algunas de las principales características del mercado de renta variable colombiano:

- i. **Tamaño mediano.** Con US\$138.400 millones en capitalización bursátil es la **cuarta bolsa más grande de la región** y ocupa la posición 37 entre 77 Bolsas de Valores inscritas a la Federación, ubicándose por encima del promedio mundial, aunque por debajo de sus pares regionales (aprox. 2 veces frente a Chile, 3 veces frente a México y 4 veces frente a Brasil).
- ii. En **maduración.** Presenta un crecimiento promedio del 18.83% en los últimos tres años y su participación como porcentaje del Producto Interno Bruto pasó del 29.49% en 2015 al 39.29% en 2017 según datos del Banco Mundial; no obstante, este dato se encuentra aún lejos del 112.33% mundial promedio calculado por esa organización.
- iii. **Creciendo en volumen negociado.** Con US\$11.830 millones (un 12.4% más que en el mismo corte del año anterior) ocupó la posición 45 entre 80 Bolsas y se ubicó por debajo del promedio mundial. El **dinamismo** que se requiere en este aspecto es mayor, pues la diferencia con los pares regionales se amplía a 3 veces con Chile, 8 veces con México y 57 veces con Brasil.

iv. Relativamente concentrado.

Con 68 compañías listadas (1.4% menos que en el mismo corte del año anterior y de las cuales 66 son compañías locales y 2 extranjeras) ocupó la **posición 7 entre 11** países que conforman la región y la posición 60 entre 77 Bolsas a nivel mundial, cuyo promedio se encuentra en los 240 emisores.

v. Con dificultades para atraer nuevas empresas.

Tan solo **dos compañías nuevas** se listaron a través de una Oferta Pública Inicial (IPO) entre 2012 y 2017, mientras que en ese mismo período otros países de la región como México, Brasil y Chile sumaban 33, 25 y 8 compañías respectivamente.

Estas problemáticas han sido ampliamente diagnosticadas tanto por el Gobierno Nacional como por los diferentes agentes del mercado, resaltando la necesidad de implementar políticas públicas e iniciativas privadas que conduzcan a que el **Mercado de**

Capitales se revitalice y vuelva a jugar su rol como un mecanismo eficiente para la asignación de recursos en una economía que, como la colombiana, requiere niveles importantes de inversión y ahorro.

Ahora bien, la coyuntura actual nos presenta tres oportunidades importantes y únicas para renovar los esfuerzos desde los diferentes agentes, en la identificación de soluciones a los aspectos de macro y micro estructura del mercado, que están inhabilitando su desarrollo.

Por una parte, el Gobierno Nacional lanzó en días pasados la Misión del Mercado de Capitales con el objetivo de identificar los elementos estructurales que se requieren para que el país cuente por fin con este bien público, más eficiente, competitivo e incluyente, acorde con el tamaño de su economía y nivel de desarrollo.

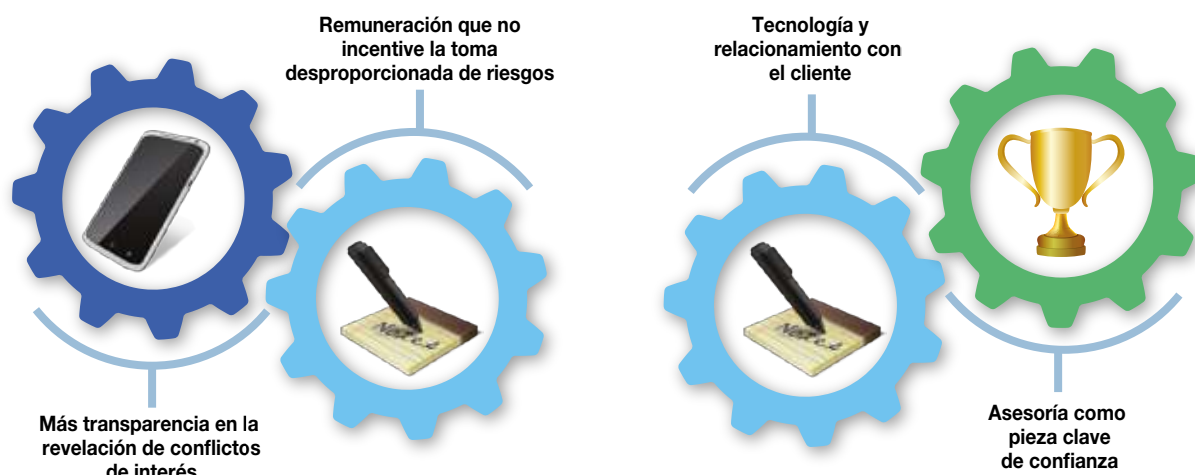
En segundo lugar, la irrupción de la innovación y las nuevas tecnologías seguramente tendrán efectos significativos en la diversidad y calidad

de los productos y servicios que los intermediarios ofrecen a sus clientes, en costos de operación, en transparencia del mercado en términos de costos y conflictos de interés y en la forma cómo se regula y supervisa.

En tercer lugar, a nivel internacional las industrias de valores y de gestión de activos están viendo transformaciones significativas en sus modelos de negocio y operación, que necesariamente tendrán un impacto importante sobre la forma en que estas operan en el país. Estas transformaciones pueden resumirse en cuatro principales temas:

- i. La **tecnología** como herramienta fundamental para el relacionamiento con los clientes, no desde un punto de vista meramente comercial, sino más como una herramienta para la gestión de sus necesidades, ver gráfico 1.
- ii. La importancia de la **asesoría** como servicio para identificar los objetivos y necesidades de los clientes y estructurar la oferta de productos y servicios ofrecidos.

Gráfico 1. Transformaciones y desafíos en el Mercado de Valores



Fuente: SFC.

- iii. Un cambio de un esquema de cobro por **comisiones** a uno basado en honorarios, en el cual se remunera la asesoría y la gestión y no la transaccionalidad.
- iv. La **transparencia** como aspecto fundamental en el relacionamiento con los clientes, en términos de conflictos de interés, costos y cobros por servicios.

“La Misión del Mercado de Capitales, la innovación y la transformación de las industrias de valores y gestión de activos a nivel global son una oportunidad única para impulsar el desarrollo del Mercado de Capitales colombiano”.

Aportes desde la supervisión

Ahora bien, desde la perspectiva del Supervisor y con enfoque de microestructura, esta coyuntura plantea unos retos y oportunidades importantes en dos frentes: la promoción del desarrollo del Mercado de Capitales, por una parte, y, por otra, el mantenimiento de la integridad y transparencia del mercado apalancadas en la innovación y adopción de nuevas tecnologías.

“Desde el ámbito de la supervisión, el desarrollo del mercado en un ambiente de innovación, manteniendo su integridad y transparencia, es a la vez un reto y una oportunidad”.

En este contexto, desde la Superintendencia y con el concurso de otros agentes del mercado, se ha trabajado a través del diálogo directo y la construcción de soluciones de supervisión, en la revisión de aspectos que pueden contribuir a mejorar las condiciones para que tanto desde los

inversionistas (*buy side*) como desde los emisores (*sell side*) se reactive el Mercado de Valores.

“Desde una perspectiva de supervisión hay aspectos importantes para mejorar con el objetivo de contribuir a crear condiciones favorables que ayuden para que contemos con más emisores, más instrumentos, más inversionistas, más estrategias, filosofías y estilos de inversión”.

Es así como se viene realizando una revisión detallada de elementos alrededor de cuatro temas principales que pueden promover el adecuado funcionamiento de este mercado: la oferta; la demanda; deberes de los intermediarios, como la asesoría; y la innovación.



1. Desde los emisores

Con el objetivo de reducir costos, tiempos y facilitar el acceso a un mayor número de emisores y, sobre todo, a compañías nuevas en el mercado, se están revisando los procesos de autorización y estructuración de las emisiones, particularmente los asociados con la SFC.

En este sentido, se destacan las siguientes iniciativas:

- Se implementó la herramienta del prospecto estandarizado para

emisiones de bonos, que el año entrante se extenderá a renta variable y papeles comerciales. Esta herramienta reducirá de forma importante los tiempos y los costos asociados a la autorización de ofertas públicas, pues permitirá que los emisores directamente diligencien los prospectos y utilicen información ya publicada en el registro.

- A partir del 1° de enero de 2019 los emisores observarán una reducción significativa en los costos de emisión asociados a su inscripción en el RNVE. De esta manera, los costos de inscripción inicial de emisores se reducirán en un 75% y la cuota mínima bajará de 6 a 2 salarios mínimos mensuales. Asimismo, los costos de derechos de oferta se reducirán en un 80% y la cuota anual en un 20%.
- Adicionalmente, se está trabajando en la estandarización de documentos y contratos asociados a los procesos de emisión y en la homologación de los procesos de autorización de emisiones de la SFC y la BVC.

Estas reducciones en costos, aunadas a las ganancias en eficiencia esperadas por la implementación del prospecto estandarizado son factores clave, aunque no únicos, en la creación de condiciones favorables para que más compañías, de todos los tamaños, vean al Mercado de Capitales como una opción viable para su estructura de capital.

Los demás costos de estructuración, colocación, negociación, entre otros, deberán evaluarse en conjunto con los demás agentes involucrados, siendo una muy buena oportunidad la Misión de Mercado del Capitales.



2. Desde los inversionistas

Desde el punto de vista de inversionistas institucionales, se implementó el régimen de autorización general de Fondos de Inversión Colectiva que se refleja en menores tiempos de salida al mercado, menores costos para los administradores de fondos y más incentivos para aumentar la oferta de productos, con más estrategias de inversión, que promuevan el diseño de nuevos productos.

De igual forma, con el fin de mejorar las condiciones para atraer y mantener la inversión de pequeños inversionistas o microinversionistas, se expidió la Circular Externa 023 de 2018. Con esta nueva regulación los intermediarios de valores tendrán reducciones en los costos de vinculación y mantenimiento de los pequeños inversionistas a través de procedimientos simplificados de conocimiento, en la entrega de información y la simplificación de procesos asociados a la identificación de operaciones para la prevención del riesgo de lavado de activos, dada la baja transaccionalidad propia de este tipo de clientes.

Estas reducciones en costos de mantenimiento de clientes de baja transaccionalidad o microinversionistas

buscan crear condiciones favorables y alinear incentivos para que las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCBs) puedan definir estrategias eficientes para su atención.

De igual forma, la circular reglamenta las condiciones en las cuales los emisores pueden ser depositantes directos ante el depósito de valores. Esta posibilidad permitirá una administración de las emisiones directamente por el emisor a costos más bajos para los microinversionistas inactivos o con bajos niveles de transaccionalidad, que no necesariamente requieren de la totalidad de la oferta de servicios de las SCBs.



3. Frente a la asesoría

Otra línea de trabajo es la reglamentación del Decreto de Asesoría, la cual debe enmarcarse dentro del objetivo de contar con inversionistas mejor calificados e informados, pero atendidos de acuerdo con sus intereses, perfiles y diversidad de servicios que pueden requerir, alineada con las tendencias internacionales en términos de gestión de activos y con la adopción de nuevas tecnologías.

El Decreto de Asesoría y la reglamentación secundaria u operativa a cargo de la Superintendencia son una

oportunidad que tiene el mercado para graduar los deberes en esta materia de los intermediarios de valores y administradores de fondos a la vez que se reconozcan las nuevas tecnologías como una forma de mejorar las experiencias del cliente y ganar en eficiencias operativas.

Dentro de los temas a considerar en la reglamentación de este Decreto están:

- Uso de tecnologías en procesos de asesoría.
- La definición del perímetro de productos universales que no requieren de asesoría.
- Las condiciones aplicables para la clasificación de productos entre simples y complejos que, de una manera flexible y segura, permita la generación de valor a los inversionistas mediante el ofrecimiento de servicios de administración de portafolio.
- La construcción del marco para la determinación del perfil del cliente y el perfil de producto o estructura de portafolio acorde con ese perfil y la operatividad del estudio de conveniencia.
- Ajustar las reglas asociadas a la operatividad de los canales de acceso y distribución de productos del Mercado de Valores, especialmente en lo referente a distribución especializada.
- Expedir reglamentación que defina los requisitos y criterios en materia de revelación de tarifas o comisiones, por segmentos o líneas de negocio, y la consistencia y razonabilidad del diseño y aplicación de las políticas de cobros de comisión.



4. Innovación y nuevas tecnologías

En materia de innovación y adopción de nuevas tecnologías, la SFC tiene un enfoque proactivo y flexible mediante la implementación de una estrategia que crea un ambiente seguro para la consulta, discusión y experimentación, así como para analizar las formas más apropiadas para supervisar y regular las nuevas actividades o formas de ejecutar negocios que se originen producto de estas tendencias.

En esta estrategia, conocida como InnovaSFC, se crearon dos ambientes, ver gráfico 2: elHub y laArenera. El primero permite contar con un espacio para asesorar, discutir y retroalimentar temas en innovación y aplicación de tecnología a actividades financieras. Por su parte, laArenera posibilita la experimentación y testeo en tiempo real, dentro de un ambiente controlado, de nuevos productos resultantes de la innovación tecnológica o de modelos de negocio novedosos.

Bajo esta estrategia, a la fecha la SFC ha recibido 67 solicitudes de asesoría y acompañamiento en elHub y 10 solicitudes en laArenera para el testeo de soluciones ágiles e innovadoras, de las cuales 4 se encuentran en proceso de aprobación. En particular, en lo referente al Mercado de Capitales, se han acompañado y aprobado solicitudes para el uso de *Roboadvisors* y plataformas digitales para la distribución de Fondos de Inversión Colectiva, soluciones para la vinculación simplificada de clientes inversionistas y para el cumplimiento del deber de

asesoría de manera ágil y proporcional con la complejidad de las operaciones de los diferentes clientes.

Además de reconocer la innovación como un elemento clave en el desarrollo de los mercados financieros, esta estrategia permite analizar al mismo tiempo la manera de regular (RegTech) y supervisar (SupTech) estos nuevos desarrollos.

Es importante mencionar que el enfoque de la SFC en torno a la innovación y adopción de nuevas tecnologías para el diseño de nuevos modelos de negocio y productos está enmarcado dentro del Principio de Neutralidad Tecnológica. Así, la SFC favorece la innovación y la aplicación de nuevas tecnologías, pero manteniendo los principios prudenciales y de protección al consumidor financiero que aplican a los productos tradicionales, de modo que no se creen oportunidades de arbitraje regulatorio o incentivos no deseados. Este enfoque permite reconocer la oportunidad única que ofrecen las nuevas tecnologías para continuar mejorando los niveles de pro-

Gráfico 2. Enfoque tecnológico de la Superintendencia Financiera



elHub

Apoya, asesora, guía y recibe retroalimentación de entidades (vigiladas y no vigiladas) en temas relacionados con la innovación financiera y tecnológica.



laArenera

Implementa un marco a través del cual la SFC facilita la innovación de productos, tecnologías o modelos de negocio, en un ambiente controlado y en tiempo real.



RegTech / SupTech

Aprovecha los desarrollos tecnológicos para apalancar la innovación al interior de la SFC, optimizando procesos internos y reduciendo cargas operativas para el sector.

Fuente: SFC.

“En materia de innovación y adopción de nuevas tecnologías, la SFC tiene un enfoque proactivo y flexible mediante la implementación de una estrategia que crea un ambiente seguro para la consulta, discusión y experimentación, así como para analizar las formas más apropiadas para supervisar y regular las nuevas actividades o formas de ejecutar negocios que se originen producto de estas tendencias.”

fundidad, competitividad e inclusión en los mercados financieros, en particular, en los mercados de capitales.

En este campo, un reto que viene son los procesos de autorización de plataformas de financiación colaborativa (*crowdfunding*), que son una herramienta con potencial importante para la financiación de pequeñas y medianas empresas (Pymes), emprendimientos y para aumentar la inclusión financiera con nuevos productos.

Los procesos de autorización de estas nuevas plataformas contarán con la oportunidad de utilizar el Hub para consultar, discutir y reducir los tiempos de acceso al mercado (*time to market*), y la Arenera para identificar a tiempo los riesgos y controles necesarios. El licenciamiento de estas plataformas será proporcional a los niveles de riesgo implícito, con la posibilidad de escalar gradualmente las operaciones en la medida en que se desarrolle el negocio y se implementen los marcos de gestión de riesgos y controles adecuados.

En este sentido, siempre con el objetivo de protección al consumidor financiero, el énfasis en el proceso de licenciamiento se hará en los siguientes aspectos:

- Condiciones de seguridad, de ciberseguridad y riesgos de con-

tinuidad del negocio, temas sobre los cuales la SFC ha expedido diversas circulares externas que regulan esta materia.

- Especialización del equipo responsable de la gestión de la información y de tecnología.
- Robustez en las herramientas tecnológicas, centros de servicios y soportes que pudieran encontrarse ubicados en el país o en el exterior, planes de recuperación de operación, etc.
- Condiciones de protección al consumidor financiero en el ambiente digital en el que operarán.
- Condiciones de vinculación y conocimiento de los clientes, en particular, tratándose del principio de “Conocimiento al Cliente”

En todo caso, frente a una solicitud de trámite para la autorización se deberán cumplir de manera general los requisitos prudenciales establecidos en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que hacen referencia a la verificación de idoneidad moral y patrimonial de los constituyentes, la idoneidad de quienes serían los administradores y, finalmente, un estudio de factibilidad de la sociedad que se pretende constituir, que recoja

la evaluación de los riesgos y formas de mitigación que se generen a partir de ese modelo de negocio fundamentado en las nuevas tecnologías.

Conclusiones

La coyuntura actual presenta grandes oportunidades para hacer las reformas estructurales que requiere el Mercado de Capitales colombiano para jugar su rol de acuerdo con el tamaño y desarrollo de su economía.

La Misión del Mercado de Capitales lanzada recientemente por el Gobierno Nacional tiene la tarea de proponer las reformas estructurales que se requieran para el logro de este objetivo, para lo cual cuenta con la participación decidida de la Superintendencia Financiera de Colombia, tanto en las etapas de identificación y análisis, como en la posterior implementación de los cambios que se requieran para que el país cuente con un Mercado de Capitales competitivo e incluyente, que fomente la inversión y el ahorro de los colombianos.

De igual forma, la Superintendencia Financiera de Colombia continuará revisando aquellos aspectos que alineen sus requerimientos prudenciales y de protección al consumidor financiero con el desarrollo del mercado y con la oportunidad que brindan la innovación y las nuevas tecnologías.

Las modificaciones introducidas en términos de prospectos estandarizados, reducción de costos para emisores, autorización general de fondos de inversión, microinversionistas y la estrategia de innovación contribuirán, desde el ámbito de la supervisión, al desarrollo del Mercado de Capitales. 

Premio al COMPROMISO Ambiental

ANIF - BANCO DE OCCIDENTE - BANCOLOMBIA

Premio Bienal - Primera Versión: 2018

El objetivo central del Premio es ayudar a sensibilizar a la sociedad sobre temas ambientales, de tal manera que ello permita en el corto-mediano plazo: i) llamar la atención sobre "las buenas prácticas ambientales" existentes, tanto a nivel empresarial como de los hogares; y ii) diseñar nuevos mecanismos que redunden en mejor preservación ambiental en el país.

En esta primera entrega los jurados del premio fueron: Silvia Calderón, subdirectora de desarrollo ambiental sostenible del DNP; Hernando José Gómez, consultor independiente; y Jorge Alexander Bonilla, profesor de la Universidad de los Andes.

Ganadores

Categoría Periodistas:

Se postularon ocho (8) trabajos. El jurado escogió como ganador a: Oswaldo Vargas Pinzón de la revista Dinero. El jurado destacó la pertinencia temática, la profundidad de la investigación y la capacidad de la nota para presentar un panorama completo sobre los planes de descontaminación que se tienen previstos para el Río Bogotá.

Categoría Emprendedores:

Se postularon cinco (5) trabajos. El jurado escogió como ganador a: "Arroz que crece haciendo crecer" de Arrocería la Esmeralda S.A.S, enviado por Zoyla Salazar. El jurado destacó el nivel de innovación que el proyecto representa y la integralidad del mismo, ya que logra abarcar temas como el manejo del agua, biodiversidad y el impacto positivo que ha tenido el proyecto para la comunidad.

Categoría de Organizaciones no Gubernamentales (ONG) - Centros de Investigación:

Se postularon nueve (9) trabajos. El jurado escogió como ganador a: "Evaluación de la genotoxicidad de aguas contaminadas por residuos de minería en la ciénaga de Ayapel: concientización ambiental y social de impactos de minería" del grupo de Aguas, Química Aplicada y Ambiental de la Facultad de Ciencias Básicas de la Universidad de Córdoba, enviado por Joel Aleán. El jurado destacó la activa participación de la comunidad en una investigación de alta rigurosidad académica.

Mención de Honor

Categoría Periodistas:

- Maritza Serrano del periódico digital de la Universidad Nacional. El jurado destacó la pertinencia económica del artículo, así como su rigurosidad investigativa y la claridad para presentar el tema.
- Diana Carolina Moreno y Yamit Palacio de noticias RCN. El jurado destacó el carácter novedoso de la nota, así como la calidad del formato en la que fue presentada.

Categoría Emprendedores:

- "Recarga Verde" del Metro de Medellín, enviado por Andrés Fernández. El jurado destacó el carácter innovador del proyecto, al igual que su replicabilidad e impacto en la comunidad.
- "Biodegradación integrada" de Ferintegral E.S.P. El jurado destacó el alto valor agregado del proyecto, así como la autosostenibilidad del mismo.



► Juan Carlos Mora, Presidente de Bancolombia, hizo entrega del Premio al Compromiso Ambiental a Zoyla Salazar, de Arrocería la Esmeralda S.A.S. durante la XXXII Asamblea de Anif el pasado 10 octubre en Bogotá.



► César Prado, Presidente del Banco de Occidente; Jorge Castaño Gutiérrez, Superintendente Financiero; Alejandro Vera, exvicepresidente de Anif; y Maritza Serrano, del periódico Digital de la Universidad Nacional y ganadora de la Mención de Honor en la Categoría Periodistas.

Categoría de Organizaciones no Gubernamentales (ONG) - Centros de Investigación:

- "Manos al agua" de la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia, enviado por Rodrigo Calderón y Paola Castaño. El jurado destacó la buena gestión del programa para la administración eficiente de los recursos hídricos.
- "Modelo Energético Eficiente para Zonas Áridas-Meepza" de la Fundación Estación Biológica Guayacanal, liderado por Germán Camargo. El jurado destacó el impacto medioambiental del modelo presentado y la participación activa de la comunidad.



Salario por hora y contribuciones a la seguridad social



Por: Gustavo Hernández y Gabriel Piraquive *

Introducción

Los beneficios que el Estado ofrece a la sociedad tienen dos componentes básicos: i) un seguro social que brinda beneficios ante la ocurrencia de una contingencia específica (enfermarse, llegar a cierta edad, perder el empleo, tener un hijo, etc.); y ii) un seguro que no se relaciona con la existencia de contribuciones previas (por ejemplo, beneficios para las personas de la tercera edad que no pudieron acceder a pensión). La fuente de financiamiento para estos beneficios varía mucho entre países, desde impuestos generales, pasando por compra de seguros privados o cotizaciones previsionales, hasta el gasto de bolsillo¹ de la población.

* Los autores son, respectivamente, Subdirector de Estudios Sectoriales y Regulación y Director de Estudios Económicos del Departamento Nacional de Planeación. Los comentarios y errores son responsabilidad única de los autores y no comprometen a la entidad. E-mail: ghermandez@dnpp.gov.co y gpiraquive@dnpp.gov.co

¹ Cuando los individuos pagan directamente su salud o pensiones.



Fiduoccidente
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S.A.

ES MOMENTO DE HACER TUS
TRANSACCIONES DE FORMA
ÁGIL, CÓMODA Y MÁS SEGURA

PRONTO
CONOCERÁS UNA NUEVA
EXPERIENCIA DIGITAL
PARA QUE SIGAS
construyendo metas

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

Las obligaciones de las fiduciarias son de medio y no de resultado.



Fiduoccidente
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S.A.



www.fiduoccidente.com

Grupo
AVVAL

En la normatividad colombiana, el artículo 134 del Código del Trabajo establece la exigencia de afiliación al Sistema de Seguridad Social², estableciendo en los contratos de trabajo las siguientes tasas de contribución: i) Pensión: 16% del salario, de los cuales el empleador deberá pagar el 12% y el trabajador el 4%; y ii) Salud: 12.5% del salario, donde el empleador deberá pagar el 8.5% y el trabajador el 4%. En el caso de los trabajadores independientes, el individuo paga la totalidad de los aportes, donde el ingreso base de cotización guarda correspondencia con los ingresos efectivamente percibidos por el afiliado y se realiza sobre el 40% de los ingresos brutos en el respectivo período de cotización. En ambos casos la base de cotización no puede ser inferior al salario mínimo legal vigente ni superior a los 25 salarios mínimos.³ Entonces, una parte importante de la financiación de la seguridad social está atada al salario devengado por los trabajadores.

Dados los cambios en el mercado laboral, particularmente la mayor flexibilidad en las horas trabajadas, se sugiere como alternativa para una mayor financiación de la seguridad social el cambiar la base de cotización actual (salario mensual) a la de salario por hora, para los casos que sean necesarios, sin tener que cambiar las tasas de las contribuciones. Este documento realiza diferentes consideraciones para llegar a este objetivo, dando respuesta a los siguientes interrogantes: ¿cómo se comportan las contribuciones a seguridad social? ¿Sobre cuáles trabajadores se podría tener un salario por hora? Y ¿cuáles son los aspectos institucionales de la fijación de los salarios? Para esto se consideran varios países que pagan el salario por hora. Ahora bien, la fijación de los

salarios no es estándar entre países, por lo cual se toma como punto de referencia la forma en que se fija el salario mínimo. Hacer un análisis comparativo de las contribuciones a seguridad social es importante ya que muestra cómo diferentes países establecen lo que consideran un paquete básico de prestaciones para los trabajadores, en cuanto a seguridad social, y proporciona información sobre las diferentes estrategias de cómo financiar la seguridad social.

Para esto se analizó la legislación laboral de cinco países desarrollados donde los salarios son pagados por hora, evidenciando diferentes grados de flexibilidad laboral⁴. Estos fueron: Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido. La información se obtuvo del Sistema de Información Mutua sobre Protección Social (MISSOC)⁵, de datos de la OCDE⁶ y de la base de datos de condiciones laborales de la OIT.⁷ Hay que tener en cuenta que los datos de las contribuciones pagadas con cargo a los salarios son tomadas de la legislación de cada país, por lo cual representan un costo salarial *de jure*, es decir, son las contribuciones que se encuentran en la legislación pero que no necesariamente se hacen efectivos por distintas razones (*evasión, elusión, consideraciones especiales por grupo de trabajadores, etc.*)

Contribuciones a la seguridad social

Cada país ha establecido un diseño institucional diferente para asegurar los intereses de los trabajadores y un estándar mínimo de vida para su población. Esta intervención del gobierno en el mercado laboral se da para proteger a los trabajadores, en cuatro grandes aspectos: i) darles a los trabajadores algunos “derechos básicos” (salario mínimo, licencias de maternidad, etc.); ii) regular la contratación (costos de despido, horas de trabajo, etc.); iii) regular las negociaciones salariales (sindicatos); y iv) proveer una seguridad social que cubra al trabajador en contra de vejez, muerte, discapacidades, enfermedad y desempleo. Esto se ve reflejado en la legislación laboral mediante la emisión de leyes acerca de: la forma de contratación individual (leyes sobre el empleo); la negociación laboral (leyes sobre las relaciones colectivas); la adopción y monitoreo de acuerdos colectivos; y la forma de dar respuesta a las necesidades y condiciones que tienen impacto sobre la calidad de vida (leyes sobre seguridad social).

Ahora bien, todos estos beneficios contemplados en la legislación podrían ser financiados por el gobierno, mediante el recaudo de impuestos

² Ley 100 de 1993, artículos 15 y 271; Ley 797, artículo 3; Decreto 1703/02, artículo 23 y Decreto 510/03, artículo 1.

³ Este rango es determinado por el artículo 5 de la Ley 797 de 2003, reglamentado por el Decreto 510 de 2003 en su artículo 3.

⁴ Algunos países tienen mercados más flexibles o menos que otros.

⁵ La cual puede ser consultada en <http://www.missoc.org/INFORMATIONBASE/informationBase.jsp>.

⁶ Los cuales pueden ser consultados en https://www.oecd-ilibrary.org/taxation/taxing-wages_20725124.

⁷ La cual puede ser consultada en <http://www.ilo.org/dyn/travail/travmain.home>.

generales dedicados a estos rubros. Sin embargo, en la mayoría de los países, la financiación de este paquete de beneficios, además del fondeo del gobierno, se tienen impuestos focalizados en la nómina, los cuales pueden ser compartidos entre los empleadores y los empleados. Ahora bien, en algunas ocasiones los empleadores pasan estos costos laborales al empleado mediante un *pass through* a los salarios, que es determinado por el valor que el empleado les asigne a los beneficios en cuestión.⁸

Con base en Botero *et al.* (2004) se construyen cuatro categorías para el análisis de la financiación de las contribuciones a la seguridad social: pensiones, salud, seguro de desempleo y otros. Como se observa en el cuadro 1, todos los países presentan algún tipo de contribución, la cual es

expresada en términos de porcentaje de los salarios.

En Francia se paga la mayor tasa para las contribuciones sociales (41.1%), de las cuales una cuarta parte es pagada por el empleado y las restantes tres cuartas partes por parte del empleador. Aunque en Estados Unidos se paga una menor tasa (15.1%), el empleador es el que lleva la mayor carga, lo mismo que sucede en Francia. Ahora bien, en Reino Unido, toda la carga de las contribuciones está a cargo del empleador, aunque su tasa es la más baja (11.9%). Con respecto a Japón y Corea del Sur, se observa que tanto el empleado como el empleador comparten el pago de la tasa, siendo más alta para Japón (29.5%) que para Corea del Sur (19.4%).

Aunque las contribuciones pagadas para la seguridad social pueden ser

altas o bajas, es más importante analizar cómo la composición varía y cómo influye para el fondeo de esta. Como se observa en el cuadro 1, los empleadores contribuyen más que los empleados al fondeo de la seguridad social. Ahora bien, dentro de la contribución de los empleadores, la contribución a las pensiones es mayor que la contribución al aseguramiento de la salud, con excepción de Francia. Hay que mencionar que en Reino Unido no hay una contribución específica para la pensión pagada por parte de los empleadores, aunque un porcentaje del ítem “otros” (pagada por los empleadores) se destina para este fin.

⁸ Véase Klapp (2017) y Clavijo (2002), para el caso de Colombia, para una mayor discusión.

Cuadro 1. Tasas de las contribuciones obligatorias como porcentaje del salario ^{/1, /6}
(%)

	Estados Unidos ^{/4}	Reino Unido ^{/3, /5, /6}	Francia ^{/1, /2}	Japón ^{/6}	Corea del Sur ^{/6}
Empleador					
Pensiones	6.2		8.6	9.1	4.5
Salud	1.5	1.9	13.2	5.0	3.3
Seguro de desempleo	6.0		4.1	0.7	1.5
Otros		10.0	5.3	0.3	1.7
Total	13.7	11.9	31.0	15.0	11.0
Empleado					
Pensiones			6.9	9.1	4.5
Salud	1.5		0.8	5.0	3.3
Seguro de desempleo			2.4	0.4	0.7
Otros					
Total	1.5	0.0	10.1	14.5	8.4
Tasa de contribuciones	15.1	11.9	41.1	29.5	19.4

Fuentes: /1 Datos comparativos de las legislaciones evaluadas en MISSOC (Mutual Information System on Social Protection).

/2 Centre des Liaisons Européennes et Internationales de Sécurité Sociale, Allocation de Solidarité aux Personnes Agées - Code de la sécurité sociale - Artículo L136.

/3 Ministerio de empleo y seguridad social - Orden ESS/106/2017, de 09/02 (BOE del 11/02).

/4 Social Security's Old-Age, Survivors, and Disability Insurance - Secciones 1401, 3101, y 3111 del Internal Revenue Code.

/5 Datos actualizados a 2017 de la Social Security Contributions and Benefits Act 1992.

/6 OECD (2017).

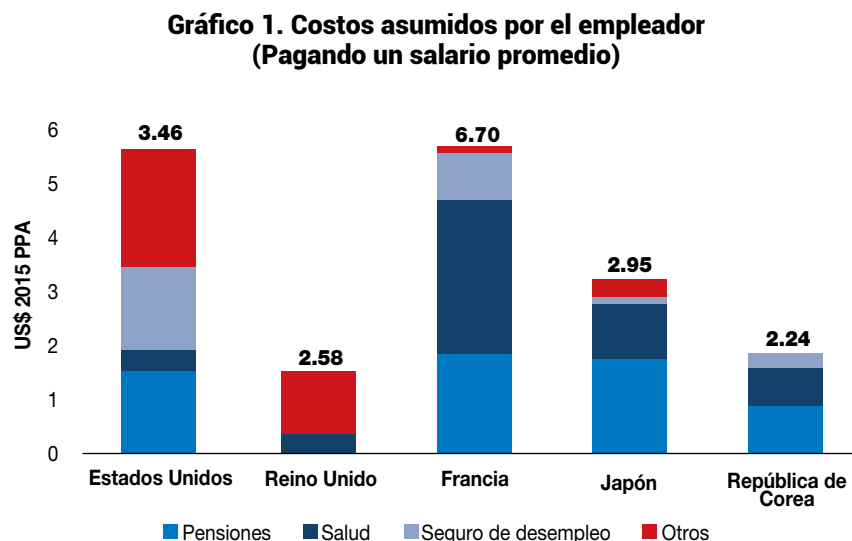
En el gráfico 1 y el gráfico 2 está la cantidad de dinero que deben pagar los empleadores para contribuir al financiamiento del paquete de seguridad social básico. Este costo se calcula con base en el salario promedio de los trabajadores y el salario mínimo para cada uno de los países. Al utilizar el salario promedio existe una sobreestimación del pago a la seguridad social, que no está asociado a las contribuciones sino a la productividad del país. Para eliminarlo se hace el cálculo con base en el salario mínimo, el cual no está directamente ligado a la productividad sino al estándar básico de vida de los empleados.

En el gráfico 1 se observa cómo la productividad sobreestima estos pagos, ya que, aunque la tasa de contribuciones sociales es mucho más baja en Estados Unidos que en Francia, en ambos países se paga el mismo costo salarial. Al corregir este sesgo, gráfico 2, se observa cómo el monto a pagar por las contribuciones sociales es casi una cuarta parte en Estados Unidos vs. lo observado en Francia.

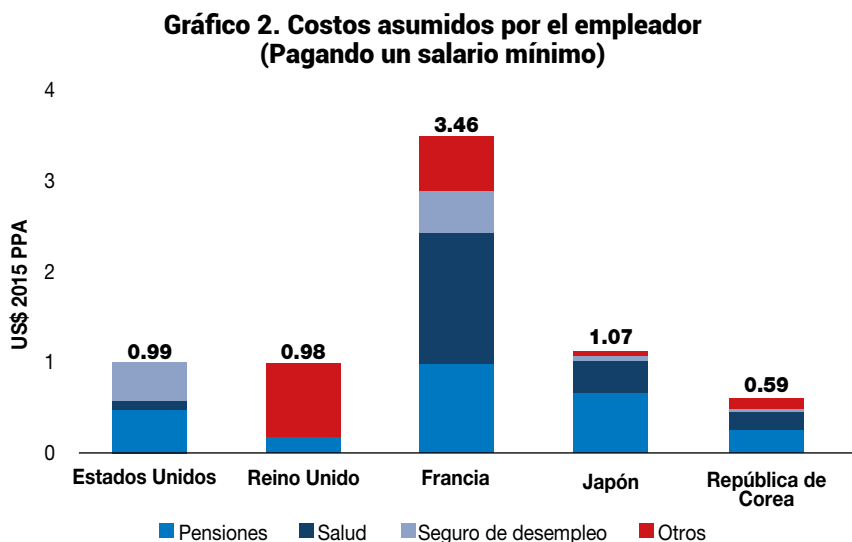
Salario por horas

La definición de salario utilizada es la compensación monetaria que un empleador paga por el trabajo realizado. Ella puede ser hecha por el empleador de manera diaria, semanal o mensual. Hay que hacer una consideración importante, pues existen casos en que a la persona se le paga de acuerdo con cuánto esta produce, esto es la remuneración se hace a destajo. De esta manera el salario no es fijo, sino de forma proporcional al resultado del esfuerzo realizado.

En general, la adopción del salario por hora, por parte del empleador,



Fuente: cálculos de los autores con base en OIT, Key Indicators of the Labour Market.



Fuente: cálculos de los autores con base en OIT, Key Indicators of the Labour Market.

se hace cuando espera que el desempeño o productividad del trabajador está directamente relacionada con la cantidad de horas que el empleado pasa cada día en el trabajo. Esta es una de las razones por las cuales esta forma de cálculo salarial se asocia con empleos *blue collar*, es decir, aquellas personas que realizan tra-

bajos manuales y rutinarios. Ahora bien, el trabajo desarrollado puede ser catalogado tanto calificado como no calificado. En el primer caso, se requiere personal altamente especializado, que haya sido entrenado formalmente, y que haya obtenido un certificado o aprobado un examen para la realización de algunas tareas.

Pero también es cierto que muchos empleadores contratan personal no calificado o con calificaciones menores para hacer trabajos de limpieza, mantenimiento, acarreo de materiales, así como tareas repetitivas en línea de producción.

El pago del salario por hora facilita el principio de igualdad entre los trabajadores a tiempo completo y los trabajadores a tiempo parcial, ya que la unidad con la que se comparan es la hora trabajada (como en el sector industrial). No obstante, en otros sectores, como el comercio y el trabajo doméstico, la cobertura legal de los contratos puede ser parcial, por lo que la hora trabajada puede llevar a que no se reconozcan horas extras. A pesar de ello, esta forma de pago permite mucha mayor flexibilidad en el momento de la contratación. Sin embargo, se debe asegurar que a los trabajadores se les paguen las horas efectivamente trabajadas, bajo un seguimiento estricto de los contratos de trabajo.

Una de las formas más utilizadas para el pago salarial es el mes. En este caso es mucho más difícil tener equidad entre los trabajadores con contrato de tiempo completo y los que tienen contratos de tiempo parcial. Una forma de reducir esta inequidad es que, al momento de fijar un pago

mensual del salario, los empleadores diseñen un mecanismo mediante el cual los trabajadores de tiempo parcial deban ser remunerados de forma proporcional con respecto a la remuneración de las horas normales de trabajo de una persona empleada a tiempo completo, tal como se especifique en las leyes laborales del país. Esto conlleva a que se deba prestar mucha atención a cómo se realiza el pago de horas extras.

Algunos trabajos, particularmente en los casos de profesionales capacitados, se pagan mediante un sueldo mensual. Esto implica que los trabajadores obtienen el mismo sueldo todas las semanas, sin importar cuántas horas trabajen, porque sus resultados no están vinculados a la cantidad de horas que dedican a una labor determinada, sino al nivel de conocimiento y destreza que aportan al trabajo. En este caso el salario mensual se ha asociado con empleos *white collar*. Estos empleados se refieren a profesionales o trabajadores con un mínimo de estudios que realizan tareas semi-profesionales o

profesionales, en contraste con un trabajador *blue collar*.

No obstante, el pago del salario hacia los profesionales con más habilidades ha empezado a cambiar, gracias a la disminución de los costos en las comunicaciones y el auge de internet. Por lo cual, un gran número de personas ha iniciado sus propias empresas de servicios de consultoría, las cuales cobran sus servicios por hora.

Aspectos institucionales para la fijación del salario ⁹

Todos los países seleccionados toman como unidad de medida la hora para el pago de los salarios, no obstante, la frecuencia del pago puede ser mensual o por hora. En algunos países se ha establecido un salario mínimo nacional, pero también se adopta la práctica de un salario mínimo focalizado¹⁰, que nos permite observar cuáles pueden ser los grupos de trabajadores más vulnerables. De acuerdo con la institucionalidad del salario mínimo,

⁹ Esta sección se basó en la información de la base de datos de condiciones de trabajo de la OIT. Ella contiene información de la legislación laboral, que permite consultar un país específico y realizar comparaciones de la legislación de varios países o regiones sobre salario mínimo, jornadas laborales y protección a la maternidad.

¹⁰ Véase cuadro 2.

Cuadro 2. Características del salario mínimo

	Colocación	Cobertura (Nacional = X)	Salario mínimo específico		Frecuencia del pago	
			Región	Categorías	Mensual	Hora
Estados Unidos	Hora		X	X		X
Reino Unido	Hora			X	X	X
Francia	Hora	X		X	X	X
Japón	Hora		X	X	X	X
Corea del Sur	Hora	X		X	X	X

Fuente: cálculos de los autores con base en OIT, Travail legal databases.

Cuadro 3. Salario mínimo específico por categoría

	Edad	Trabajo doméstico	Trabajo a destajo	En entrenamiento	Discapacitados
Estados Unidos	Jóvenes	X	X	X	X
Reino Unido	Jóvenes		X	X	
Francia	Jóvenes	X		X	X
Japón		X	X	X	X
Corea del Sur		X	X	X	X

Fuente: cálculos de los autores con base en OIT, Travail legal databases.

la focalización presta atención a los grupos que permiten comenzar una carrera laboral y aquellos que por la naturaleza de sus labores son más vulnerables. Los grupos más vulnerable son: jóvenes, personas que quieren adquirir mayores habilidades (aprendices o en entrenamiento) o cierto tipo de profesión (trabajadores a destajo, trabajadoras domésticas, etc.).

En cuanto a los jóvenes y las personas en entrenamiento o aprendizaje, la legislación propone, de alguna manera, un pago menor al salario mínimo. Para el caso de los jóvenes, las condiciones varían de acuerdo con unos umbrales de edad y un determinado período de tiempo laboral (Francia, Reino Unido y Estados Unidos). En Corea del Sur y Japón no hay ningún tipo de focalización para los jóvenes; se confía más en la solidez de su sistema educativo para que estos sean más competitivos en el mercado laboral. De otra parte, para las personas en entrenamiento o aprendizaje, las condiciones para un menor pago están relacionadas con un período de tiempo laboral, que varía entre uno y tres años, de acuerdo con diferentes factores.

En cuanto a la vulnerabilidad de acuerdo con las labores realizadas, se toman en cuenta los trabajadores a destajo, a los cuales por ley se les

garantiza el pago del salario mínimo. También se considera a las trabajadoras domésticas, que es uno de los grupos más vulnerables en términos sociales. Este grupo tiene dos aspectos importantes asociados: i) el pago en especie; y ii) las horas extras. El consenso que se ha alcanzado en la legislación es que debe pagárseles el salario mínimo, donde los pagos en especie se fijan mediante negociaciones con el empleado y se deducen del salario pagado. En cuanto al aspecto de las horas extras, el tema es mucho más complejo, en el sentido de cómo ejercer algún tipo de control sobre los empleadores.

Comentarios finales

La financiación de la seguridad social en los diferentes países es muy amplia, aunque la mayoría toma como principales contribuyentes a los empleadores, lo cual conlleva efectos negativos sobre el mercado laboral (con agravantes en caso de que los empleados perciban sus contribuciones más como un impuesto que un beneficio a futuro). Por esto, el tránsito de un esquema de fijación de las contribuciones a la seguridad social de salario mensual a por hora podría mitigar estos efectos no deseados so-

bre el mercado de trabajo, e inclusive incrementar la base de cotización del sistema de seguridad social.

La implementación de un salario por hora debe tener en cuenta distintos aspectos, aquí se han mencionado solo algunos que están ligados a la seguridad social. En primer lugar, cuáles pueden ser los grupos más vulnerables de la población, ya que su salario promedio podría disminuir, particularmente en el caso de las horas extras. En este aspecto, vemos cómo la legislación del salario mínimo ha mostrado que, en los diferentes países, los jóvenes, aprendices y las trabajadoras domésticas siempre tienen un tratamiento especial por parte de la legislación, luego se debe prestar especial atención a estos grupos al ser los más vulnerables de la población.

En este contexto, el pago de salarios por hora tiene grandes retos, siendo uno de los más desafiantes cómo hacer que los empleadores cumplan con lo pactado, para los casos en que los trabajadores pertenezcan a los grupos más vulnerables. Además, hay que tener en cuenta a los trabajadores del sector informal que, aunque no se han mencionado aquí, son muy importantes; y los efectos del salario por hora sobre el sector deben ser discutidos de manera más extensa más adelante. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alaimo V., Bosch M., Gualavisi M. and Villa J. M. (2017), Measuring the Cost of Salaried Labor in Latin America and the Caribbean, IADB, Technical note No 1291.
- Auerbach P., Genoni M. E. and Pagés C. (2007), “Social Security Coverage and the Labor Market in Developing Countries”, *IZA Discussion Papers* 2979.
- Botero J. C., Djankov S., La Porta R., López de Silanes F. and Shleifer A. (2004), “The Regulation of Labor”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 119 (4), pp. 1339 – 1382.
- Clavijo S. (2002), “Monto del “impuesto puro” en la seguridad social colombiana”, Banco de la República, *Borradores de economía*, No. 219.
- Hernández G. y Piraquive G. (2018), “Una nota sobre el salario por hora y las contribuciones a la seguridad social”, Departamento Nacional de Planeación, *Archivos de Economía*, No. 484.
- klapp F. (2017), Reajuste a la Pensión Básica Solidaria y aumento de la cotización obligatoria. Libertad y Desarrollo, Serie Informe Económico No. 261.
- OECD (2018), Earnings: Real Minimum Wages, OECD, Employment and Labour Market Statistics (database).
- OECD (2016), *Taxing Wages 2017*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2016), *Taxing Wages in Latin America and the Caribbean*, OECD Publishing, Paris.
- OIT (2016), Guía sobre políticas en materia de salario mínimo, disponible en línea en el enlace http://www.ilo.org/global/topics/wages/minimum-wages/WCMS_508566/lang-en/index.htm.
- Summers L. (1989), “Some Simple Economics of Mandated Benefits”, *American Economic Review*, Vol.79 (2), pp. 177 – 183.

Riesgo en el Comercio

Dirigida a clientes de empresas, grandes conglomerados y entidades financieras



Análisis de la evolución reciente y las perspectivas de corto plazo de los distintos sectores comerciales, con énfasis en variables de ventas, precios, márgenes, opinión de los empresarios e indicadores financieros. Presenta una calificación de riesgo actualizada y una proyección anual de ventas para los principales sectores comerciales de la economía.

Sectores

- Alimentos y bebidas no alcohólicas
- Textiles y prendas de vestir
- Calzado y artículos de cuero
- Muebles y equipos para oficina y computadores
- Aseo personal y farmacéuticos
- Artículos de ferretería
- Vehículos y repuestos
- Combustibles

Circulación anual

• Informes:

Departamento Comercial:

comercial@anif.com.co

Tels: (051) 307 3295, 310 1500 ext. 122 y 111 · Cel: 310 561 7197

Índice de Enfriamiento Económico (IEE)

2018-2019 *



A lo largo de 2018 se ha venido moderando el optimismo económico global que se pregonaba a inicios del año. De hecho, el FMI ajustó recientemente sus pronósticos de crecimiento a la baja para 2018 (3.7% vs. el anterior 3.9%).

En ello han incidido: i) los riesgos de tensión financiera global por cuenta de los retiros de liquidez por parte del Fed, habiendo elevado su tasa repo a niveles del 2.25% (+175pb en los dos últimos años) y llevándola seguramente hacia el 3.25% al finalizar 2019 (según el más reciente *dot-chart*); ii) las afectaciones de la guerra comercial entre Estados Unidos y China; y iii) la aceleración de la inflación en los países desarrollados, resultante del recalentamiento de sus mercados laborales y de los mayores costos provenientes de precios del petróleo regresando sobre sus valores históricos (cerca de US\$70-80/barril-Brent).

Estos inicios de una nueva turbulencia financiera ya han implicado ajustes drásticos en los mercados de renta variable emergente (cayendo un -30% en lo corrido del año a octubre), mientras que en los desarrollados se han dado correctivos moderados hacia ganancias cuasi nulas. Allí las economías más afectadas han sido las frágiles de Turquía y Argentina, con marcadas devaluaciones hasta del 48%-96% a lo largo de 2018.

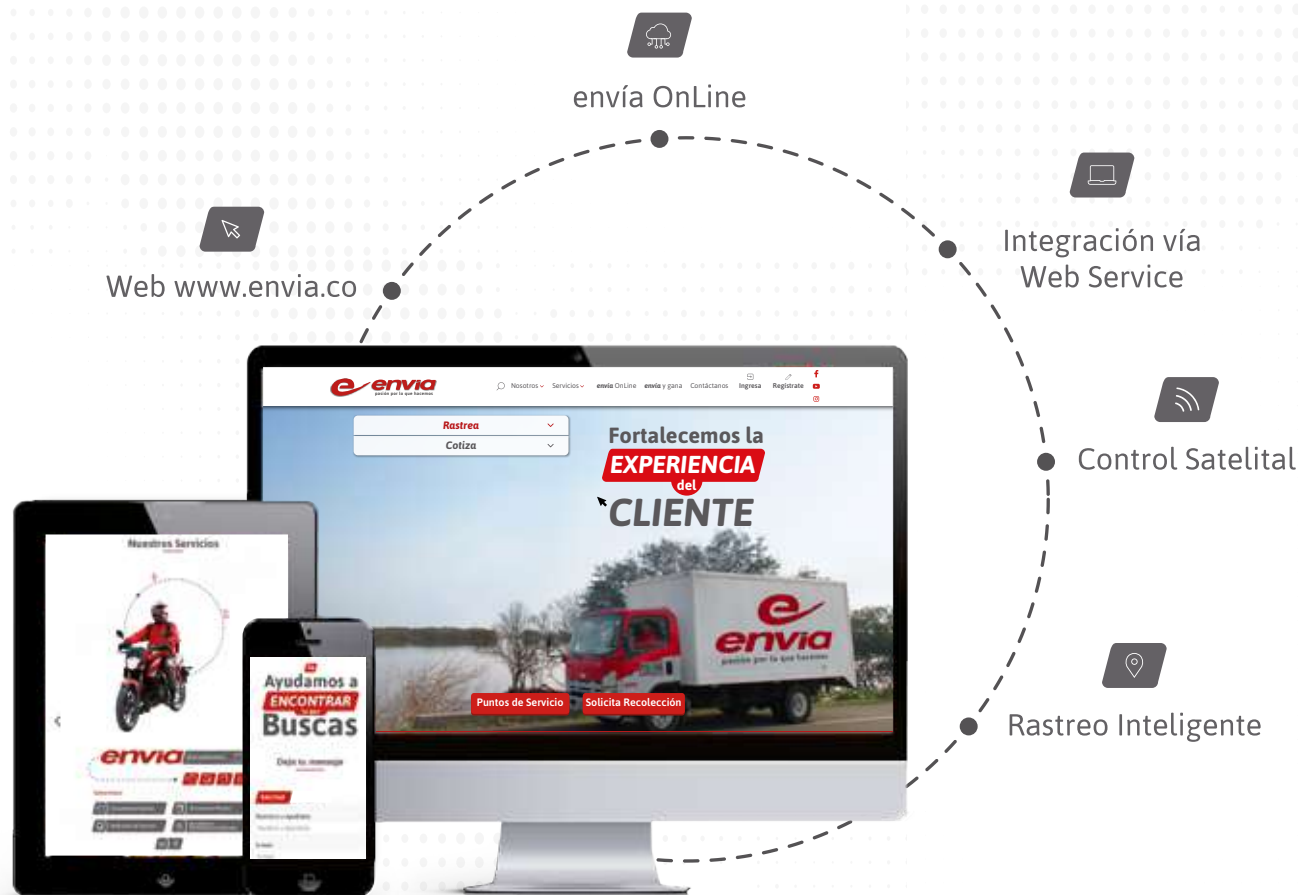
* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1435 del 29 de octubre de 2018.



pasión por lo que hacemos

Transportamos con **pasión** tu **PROPÓSITO**

En **envía** hemos desarrollado soluciones digitales a la vanguardia de las nuevas tecnologías, fortaleciendo las **Soluciones Logísticas** que brindamos.



Nuestros Servicios

- Documentos
- Paquetes
- Mercancías
- Empresarial
- Internacional
- Promociones
- Logística e-commerce

Contáctanos: WWW.envia.co

Ahora deben evaluarse los riesgos de posible contagio de aquellas economías que, como Colombia, muestran problemas de sostenibilidad en sus déficits gemelos externos-fiscales. Hasta el momento, los mercados le vienen dando el beneficio de la duda al país, a la espera de la calidad de las reformas que impulse la Administración Duque en los frentes tributario, laboral y pensional. Ya se han empezado a sentir frentes de tensión financiera en Colombia, tales como: i) un giro hacia devaluaciones del 6% anual (vs. apreciaciones del 3% en 2017); ii) deterioro en el Colcap (-7.7% en lo corrido del año vs. +12% de 2017); y iii) alzas en las tasas de los TES *Benchmark* 10 años (hacia el 6.5% vs. los niveles del 6% de 2017), ver gráfico 1.

El riesgo para Colombia es que el alza del 42% en el precio Brent (US\$73/barril en 2018 vs. US\$54 en 2017) termine siendo un “somnífero” que adormile los ánimos reformistas que había anunciado la Administración Duque. Postergar las reformas estructurales a la espera de que este “maná del cielo” sirva para cerrar las brechas

“Nuestros pronósticos señalan que el IEE continuaría recuperándose, aunque todavía se ubicaría al interior de la zona tibia al cierre del año 2019 (pasando de niveles de 33 a 42). Ello sería atribuible principalmente a un mayor crecimiento del PIB-real del 3.3% (bordeando el nuevo potencial del país).”

fiscales sería claramente irresponsable y podría costarle a Colombia su Grado de Inversión durante 2020.

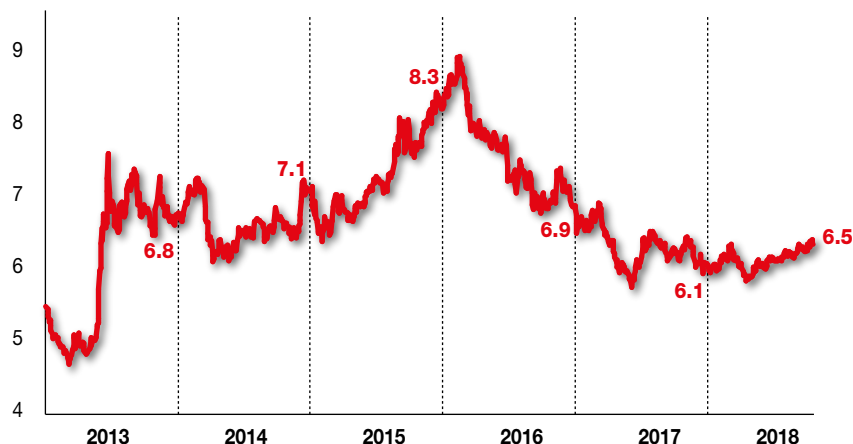
Esta desafiante coyuntura global-local amerita actualizar nuestro Índice de Enfriamiento Económico (IEE). Como veremos, nuestros pronósticos señalan tan solo una moderada recuperación de dicho Índice hacia 2018-2019.

Índice de Enfriamiento Económico

Recordemos que el IEE está compuesto por seis indicadores ma-

croeconómicos: inflación, tasa de desempleo (relativa a su promedio de 5 años), brecha del Producto, expansión crediticia (relativa al crecimiento del PIB-nominal), tasa de interés real y la cuenta corriente. Cada uno recibe una calificación en el rango 0 (nulo recalentamiento) a 2 (máxima alarma de recalentamiento). Así, por ejemplo, la inflación recibe un valor de 0 si se encuentra por debajo del rango-meta del Banco de la República-BR (2%-4%), un valor de 1 si está dentro de dicho rango o 2 si lo desborda. Estos indicadores los hemos sintetizado en un índice cuyo valor de 100 expresa el grado máximo de recalentamiento (ver *Comentario Económico del Día* 1° de noviembre de 2011).

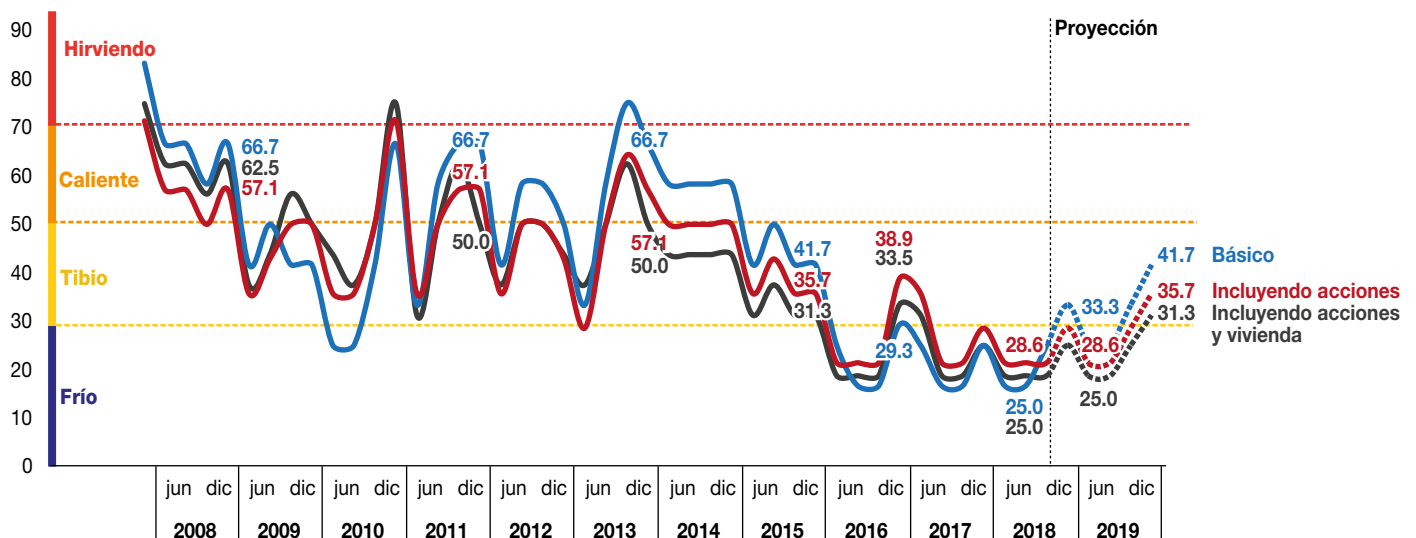
Gráfico 1. Evolución de los TES - Benchmark 10 años (% a noviembre de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

El gráfico 2 muestra cómo dicho IEE (en versión original y con variantes) recoge acertadamente los ciclos recientes de la economía colombiana. Por ejemplo, en el período de *boom* minero-energético de 2010-2014, el Índice osciló entre las zonas “tibia” y “caliente” (con algunos brotes de “hirviendo”), impulsado por el crecimiento del PIB-real (promediando un 5% anual vs. 2.2% del período de la crisis financiera internacional de 2008-2009) y el consecuente menor desempleo (10.4% vs. 11.6%) y sobreexpansiones crediticias (a tasas promedio del 13% real anual vs. 5%), ver gráfico 3.

Gráfico 2. Índice de Enfriamiento Económico (IEE)
(Puntos, 2008-2019)



Fuente: cálculos Anif.

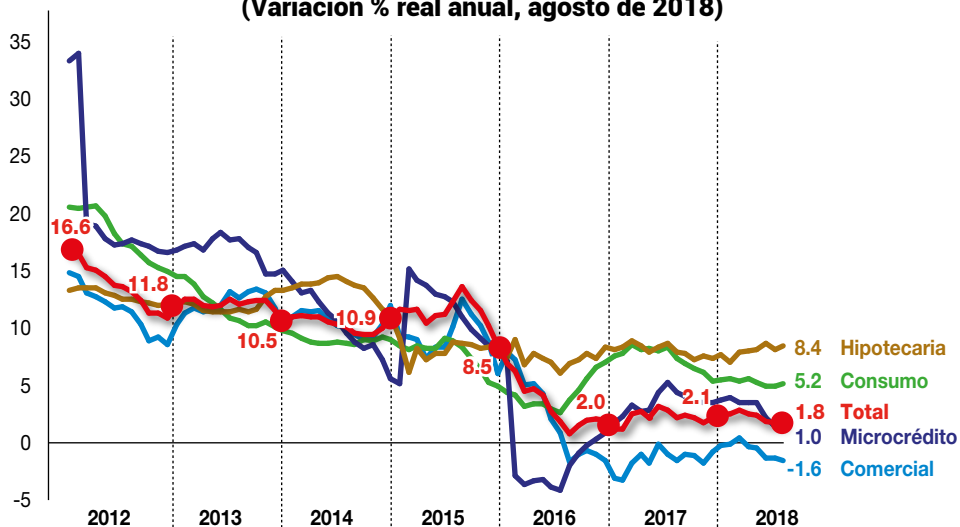
Posteriormente, durante el período 2015-2017, el IEE descendió a las zonas de “tibio” y “frío” por cuenta de las afectaciones del fin del auge minero-energético, cuyo daño en los frentes de crecimiento potencial y déficits gemelos (fiscal-externo)

tuvo una magnitud mayor a la que venía alertando Anif durante 2013-2014 (ver *Informe Semanal* No. 1372 de julio de 2017). Allí los factores de enfriamiento provinieron de: i) el menor crecimiento del PIB-real del +2.2% anual, afectado

por las contracciones del sector minero-energético del -2.8% anual, al tiempo que la industria (+0.9%) y el comercio-transporte-turismo (+2.1%) no lograron recuperarse por cuenta de sus lastres estructurales en competitividad; ii) las afectaciones en el mercado laboral,

con aumentos en la tasa de desempleo promedio hacia el 9.2%-9.4% en 2016-2017 (vs. 8.9% en 2015), donde el fenómeno de “trabajadores desalentados” evitó un mayor deterioro; y iii) la menor expansión crediticia (+2.1% real anual en 2016-2017 vs. +8.5% en 2015), con preocupantes contracciones del -1% en la cartera comercial.

Gráfico 3. Evolución de la cartera bruta + leasing
(Variación % real anual, agosto de 2018)



Fuentes: Superfinanciera y Titularizadora Colombiana.

Nótese cómo ello contrarrestó los efectos de recalentamiento provenientes de: i) los persistentes desbalances externos, donde la cuenta corriente registró dé-

ficits históricos del -6.3% del PIB en 2015, con posteriores correcciones hacia el -4.3% y el -3.3% del PIB en 2016-2017 (en gran parte explicadas por el ajuste de las importaciones, contrayéndose a ritmos promedio del -10% anual en 2015-2017); y ii) los desbordes de la inflación por encima del techo del rango-meta del BR, dadas las presiones de los mayores costos de los productos importados (vía *pass-through*) y los altos precios de los alimentos y la energía por la presencia del Fenómeno de El Niño.



Ahora bien, durante 2018, la tendencia de enfriamiento de la economía del período 2015-2017 se ha venido revirtiendo. En efecto, nuestros pronósticos indican que el IEE estaría recuperándose moderadamente hacia el piso de la zona “tibia” (nivel de 33) desde la zona “fría” del cierre de 2017 (nivel de 25). Allí la mayor “temperatura” provendría principalmente de la recuperación económica a ritmos del 2.7% (vs. 1.8% de 2017).

No obstante, nótese cómo este bajo crecimiento luce insuficiente para impulsar significativamente: i) la generación de empleo, donde la tasa de desempleo estaría promediando un 9.6% en 2018, lo cual implica un deterioro de +0.2pp frente a 2017; y ii) la expansión crediticia, con crecimientos a ritmos de solo el 2% real anual, donde preocupa su calidad, con indicadores de morosidad del 5% en el total y de casi el 10% al contabilizar también los castigos que *motu proprio* hacen los establecimientos

financieros (igualando la tensión de 2008-2009 en la crisis de Lehman).

Allí será clave continuar monitoreando las potenciales presiones inflacionarias provenientes de: i) los mayores precios del petróleo, equivalente a un promedio del +42% anual en el corrido del año (US\$72/barril-Brent); y ii) los brotes de *pass-through* cambiario, con devaluaciones recientes del 6% anual ante el repunte de la cotización a cerca de los \$3.200/dólar (aunque el promedio para 2018 mostraría solo una leve devaluación). Esto podría acentuarse si hubiera contagio financiero de lo que ocurre en Turquía, Argentina y Brasil. Por el momento, no parecería estar amenazado el objetivo de alcanzar un valor en el rango 3%-3.5% al cierre de este año.

Comportamiento del IEE
con indicadores accionarios
e hipotecarios

Al contrario de lo observado en la versión original del IEE, al incluir

las variables del mercado accionario e hipotecario, se observa cómo el Índice se mantendría en la zona de “frío” al cierre de 2018. Ello se explica por: i) la corrección de los precios de la vivienda (tras los marcados desbordes del 6% real anual de 2010-2014, típico de toda segunda fase de Enfermedad Holandesa), donde los de la vivienda usada estarían exhibiendo aumentos de solo el 2% real en 2018 (vs. 4%-5% en 2016-2017), por cuenta de los elevados niveles de sobreoferta que todavía se observan en

las principales ciudades del país; y ii) el pobre desempeño del mercado accionario que, si bien ha logrado capotear las presiones del resto de mercados emergentes, ya exhibe desvalorizaciones del -7.7% en lo corrido del año a octubre de 2018, frente al +12% de 2017.

IEE para 2019 (a manera de conclusión)

Ahora bien, ¿qué nos señala el IEE para 2019? Nuestros pronósticos señalan que dicho Índice continuaría recuperándose, aunque todavía se ubicaría al interior de la zona “tibia” al cierre del próximo año (pasando de niveles de 33 a 42). Ello sería atribuible principalmente a un mayor crecimiento del PIB-real del 3.3% (bordeando el nuevo potencial del país). Sin embargo, mucho de ello dependerá del impulso productivo que se desprenda de los mayores precios del petróleo (bordeando los US\$75/barril-Brent) y de las expen-

tativas de una mayor devaluación peso/dólar que logre apuntalar la sustitución de importaciones y ojalá una mayor diversificación exportadora. Esto debería dinamizar: i) la generación de empleo (descendiendo la tasa de desempleo nuevamente hacia el 9.4% en 2019), siempre y cuando no se apruebe la propuesta del senador Uribe de ajustes extemporáneos en el SML (ver *Comentario Económico del Día 23* de octubre de 2018); y ii) la cartera crediticia hacia expansiones del 3% real anual, aunque se deberá continuar monitoreando la evolución de las afectaciones de los proyectos de Electricaribe, Ruta del Sol II-III y el transporte masivo.

De la misma manera, si bien se espera que la inflación se ubique cerca del 3.5% al cierre de 2019, habrá que estar atentos a las potenciales presiones tanto del repunte de los precios de los alimentos como devaluacionistas (dada la turbulencia financiera internacional y el plan de acumulación “gradual” de RINs, iniciado recientemente por el BR). Nótese cómo esto sugiere que el espacio para reducciones adicionales en la repo del BR se ha agotado. En efecto, la menor brecha del Producto y las potenciales presiones inflacionarias probablemente estarán llevando al BR a incrementar su tasa repo hacia un mínimo del 5% al cierre de 2019 (vs. el 4.25% con el que cerraría el año 2018), ver *EARC* No. 112 de octubre de 2018.

En lo que respecta a la versión ajustada del IEE por acciones y mercado hipotecario, no se pronostican mayores impulsos para 2019 teniendo en cuenta que: i) el Colcap seguiría afectado por el creciente apetito de renta fija de los países desarrollados como resultado de las alzas del Fed; y ii) los precios de la vivienda estarían estabilizándose en expansiones cuasi nulas del 1% real, dados los elevados inventarios que aún exhibe el mercado colombiano.

Ahora bien, concretar todo este mayor optimismo en la recuperación económica hacia 2018-2019 requerirá que la Administración Duque actúe rápidamente en toda una serie de frentes estructurales tributarios, laborales y pensionales, aprovechando el compás de espera que nos vienen dando los mercados externos, a pesar de la marcada turbulencia que enfrenta el mundo emergente. **ANIF**

Mercados Industriales

Pyme y Gran Empresa

Herramienta sectorial para la toma de **decisiones 2019**



El estudio está dirigido a clientes tanto del segmento Pyme como de la Gran Empresa. Ello considerando que el análisis de los indicadores se realiza, en una primera etapa, de manera agregada para las diferentes ramas industriales, y en una segunda etapa, se entra en el detalle tanto Pyme como de las Grandes Empresas. Esto con el objetivo de brindarle a los clientes información más completa y, a su vez, detallada de cada segmento empresarial.

Sectores

1. Alimentos

- Lácteos
- Productos cárnicos
- Concentrados para animales
- Panadería

2. Cuero y calzado

- Curtiembre
- Marroquinería
- Calzado

3. Maquinaria eléctrica y no eléctrica

- Construcción de maquinaria y equipo
- Aparatos y suministros eléctricos

4. Productos químicos

- Químicos básicos excepto abono
- Farmacéuticos
- Otros químicos

5. Productos metálicos

- Herramientas y artículos de ferretería
- Elementos estructurales metálicos

6. Vehículos y autopartes

7. Muebles

8. Confecciones

9. Plásticos

10. Envases, papel y cartón

11. Otros productos minerales no metálicos

12. Imprentas y editoriales

Circulación anual

• Informes:

Departamento Comercial:

comercial@anif.com.co

Tels: (051) 307 3295, 310 1500 ext. 122 y 111 · Cel: 310 561 7197

www.anif.co



Gran Recesión (2008-2014) vs. Gran Depresión (1929-1933) *

Ha pasado una década desde el estallido de la crisis global de 2007-2008 y cuatro años desde el inicio de la recuperación reciente de 2014-2018. Este período se ha denominado como la Gran Recesión (2008-2014) y solo resulta equiparable a lo ocurrido durante la Gran Depresión de 1929-1933.

Infortunadamente, el año 2018 ha estado marcado por una fuerte turbulencia financiera global por cuenta de: i) los inicios de retracción de la liquidez por parte del Fed y del Banco Central Europeo durante 2016-2017; ii) marcadas alzas en las tasas de interés de esos bancos durante 2018-2019; y iii) aceleración de la inflación en los países desarrollados, resultante del recalentamiento de sus mercados laborales y de los mayores costos provenientes de precios del petróleo regresando sobre sus valores históricos (cerca de US\$70/barril-Brent en

promedio). Si bien no se trata de una recesión inminente, cerca de un 50% del mercado percibe que este escenario recesivo bien podría darse durante 2019-2020. De hecho, el mes de octubre de 2018 fue de alta volatilidad global, tanto a nivel de renta variable como de renta fija y de monedas.

Siguiendo a JP Morgan, hemos caracterizado esta situación como la

problemática 4 x 4 x 4, refiriéndonos a esa combinación, en Estados Unidos, de: i) crecimiento reciente (anualizado) del 4%; ii) una tasa de desempleo tan baja como un 4%; y iii) una inminencia de inflación al 4%. Esa fórmula de recalentamiento luce insostenible en el horizonte 2019-2020 y de allí la probabilidad de marcada desaceleración económica para entonces. A esta situación cabe

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1436 del 6 de noviembre de 2018.



COORDINADORA

VAMOS JUNTOS

CUANDO HACES
EL MEJOR DE TUS TRABAJOS,
Y NOS PERMITES HACER
LO MEJOR DEL NUESTRO.

COORDINADORA

Recogemos sin costo
91 8000 520 555 | coordinadora.com

COORDINADORA

UNICILADO
SUPPLY

GRUPO LOGÍSTICO
COORDINADORA

www.coordinadora.com / Síguenos en:



GRAN RECESIÓN (2008-2014) VS. GRAN DEPRESIÓN (1929-1933)

añadirle el hecho de que el déficit fiscal de Estados Unidos estará llegando al 5% del PIB en 2019 y, para entonces, el Fed podría estar apuntalando tasas de los Tesoros también al 5% en la parte larga de la curva, lo cual refuerza el cuadro de una recesión en ese país a horizontes de 2-3 años, tras haberse cumplido uno de los ciclos expansivos más largos de las últimas tres décadas.

La Zona Euro estaría desacelerándose levemente hacia el 2.1% en 2018 (vs. 2.5% en 2017). Ella estaría viéndose afectada por las crecientes tensiones comerciales enfocadas en el segmento de vehículos, donde el incremento del 25% en los aranceles podría estar disminuyendo su crecimiento en 0.3pp. Allí el BCE ha venido reduciendo sus inyecciones de liquidez, mientras que la inflación ha ido convergiendo hacia la meta del 2%, aunque más jalonada por los precios del petróleo que por la dinámica de la economía. Pero el BCE debe asegurarse de no agravar la tensión financiera existente, especialmente en Italia y Alemania.

Por su parte, las economías emergentes han tenido que sufrir las consecuencias de la turbulencia financiera global, especialmente en aquellas economías frágiles como Argentina, Brasil, Suráfrica y Turquía. Así, el mundo emergente se estaría desacelerando hacia un crecimiento del 4.8% en 2018 (vs. 5.1% en 2017), donde América Latina se mantendría estancada en expansiones de solo un 1.8%, similares a las del año anterior.

Dado este panorama, resulta interesante preguntarse ¿cuál es entonces la situación actual de Estados Unidos y cómo se compara con la experimentada en los difíciles años de la Gran Depresión (1929-1933)?



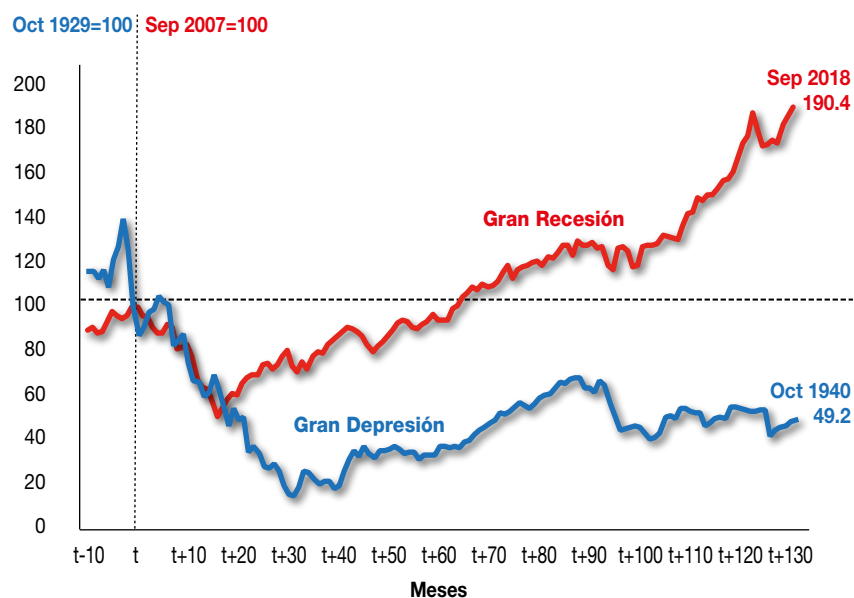
Análisis de la renta variable

El índice Dow Jones mostró un comportamiento bastante similar durante los primeros 17 meses en cada una de estas crisis (Gran Depresión vs. Gran Recesión), ver gráfico 1. En ambos casos, un año y medio después del estallido de la crisis (t+17)

la Bolsa de Valores caía un 40%. Sin embargo, en la Gran Depresión el mercado accionario solo vino a recuperarse en t+41 (tres años y medio después), mientras que en la Gran Recesión la recuperación comenzó en t+18.

Así, en enero de 2014 (t+100) el índice Dow Jones superaba en un

Gráfico 1. Renta variable: Dow Jones industrial (Comparación octubre 1940 vs. septiembre 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Dow Jones.

18% el registro del año 2007. Por el contrario, en el mismo período desde el inicio de la Gran Depresión (t+100, en febrero de 1938), el índice de la Bolsa de Valores era un -53% inferior al valor alcanzado al comienzo de la misma (octubre de 1929). Ahora bien, dicha acelerada recuperación de los mercados de capitales se vio reforzada durante 2017-2018.

Los altos niveles de liquidez mundial y las tardías alzas en las tasas de interés del Fed han llevado a que la Bolsa de Valores se valorice en un 90%, acercándose a los 26.500 puntos (llegando a récords históricos). Las utilidades empresariales han continuado expandiéndose a tasas del 20%, donde se tiene el efecto compuesto de una economía claramente recalentada (con desempleos rayando el 3.7%) y las gabelas tributarias de la Administración Trump (cuyos estímulos llegan en momentos inapropiados).

deflación de los años treinta. Ello fue complementado con “oleadas” de inyección de liquidez (QEs) que permitieron financiar cuantiosos déficits fiscales a tasas de interés moderadas del 1.7%-2.2%, cercanas al cero real, así como apuntalar el debilitado mercado hipotecario. Sin embargo, la economía global apenas estaría alcanzando la llamada “velocidad de escape”, esperándose un crecimiento del 3.3% para el año 2018

En el caso de Estados Unidos, se pronostican expansiones del 2.8% para 2018 (vs. 2.3% en 2017), pero desaceleraciones hacia el 2.3% en 2019 (alejándose nuevamente de su potencial histórico del 3%). Allí será clave la recuperación del consumo de los hogares, donde el efecto positivo de la reforma tributaria de Trump deberá contrarrestar los efectos negativos de los mayores precios de la energía.

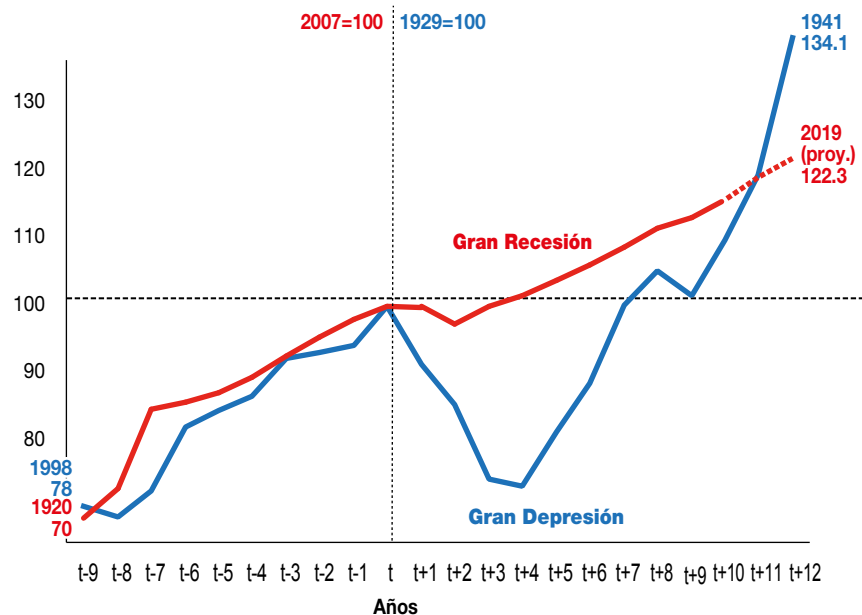
“Tras la recuperación de 2014-2018, los años 2019-2020 podrían traer ajustes recesivos a nivel mundial por cuenta del recalentamiento de los mercados financieros y laborales, agravados por la guerra comercial entre Estados Unidos y China.”

Análisis del crecimiento económico

Durante la Gran Depresión (1929-1933) se registró una contracción del PIB-real de casi un 30% en Estados Unidos. En cambio, durante la Gran Recesión solo se presentó una caída del 3% durante 2009, compensada por una expansión similar en 2010. En los años 2011-2012 se observó una lenta recuperación con tasas de crecimiento del 1.6% y el 2.3%, respectivamente, pero en todo caso por debajo de su crecimiento potencial del 3% (ver gráfico 2).

Cabe recordar la pronta y acertada actuación del Fed al recortar su tasa repo del 5.25% al 0.25% durante 2007-2009, enfrentando de forma agresiva los riesgos de repetir la

Gráfico 2. PIB Estados Unidos (Comparación 1941 vs. 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Bureau of Economic Analysis y JP Morgan Global Data Watch.

GRAN RECESIÓN (2008-2014) VS. GRAN DEPRESIÓN (1929-1933)

Adicionalmente, la guerra comercial entre Estados Unidos y China continúa preocupando al mercado global, pues su escalamiento hacia los US\$200.000 millones en bienes y servicios podría inducir una nueva recesión global. Si bien el buen momento de la economía estadounidense ha moderado los efectos inmediatos de la guerra comercial, dicho buen comportamiento esconde los serios problemas que vendrán en 2019-2020. Por ejemplo, los pronósticos más recientes indican que los llamados “déficits gemelos” se estarán deteriorando en 2018-2019: el déficit en la cuenta externa estaría elevándose del -2.2% del PIB en 2014-2017 al -2.8% del PIB en 2018-2019, mientras que el déficit fiscal estaría pasando del -2.9% del PIB en 2014-2017 al -4.4% del PIB en 2018-2019, ver *Comentario*

Económico del Día 18 de septiembre de 2018.

Tasa repo del Fed

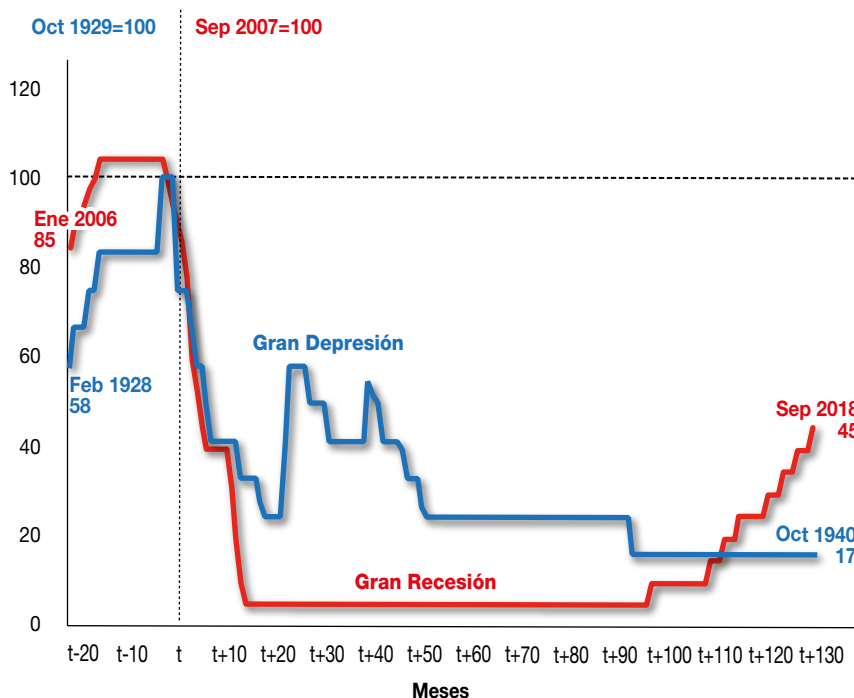
Una de las grandes lecciones aprendidas durante la crisis de 1929-1933 es la de evitar la “deflación” a toda costa. En efecto, durante la Gran Depresión la falta de liquidez produjo una espiral deflacionaria que solo se comenzó a desactivar con el paquete keynesiano del New Deal en 1934.

El gráfico 3 muestra cómo, durante la Gran Recesión, el Fed actuó bajando la tasa repo rápidamente y sosteniéndola en niveles cuasi nulos en nominales y negativos en reales. Adicionalmente, usó sus “ventanillas de apoyo” de forma generosa, multiplicando sus

hojas de balances por 3 y 4 veces, no solo en Estados Unidos, sino en Europa y Japón.

En este frente, la aceleración de la inflación a tasas del 2.3% en septiembre de 2018 (vs. inflaciones en el rango 1%-1.5% durante 2016-2017) ha obligado al Fed a elevar su tasa repo hacia el 2.25% actual y se esperan aumentos adicionales de +25pb antes de finalizar este año. Para 2019, las crecientes presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral y el impulso fiscal que ha promovido la Administración Trump probablemente obligarán al Fed a incrementar en +75pb adicionales su tasa de referencia, lo cual implicaría cerrar el año en niveles del 3.25%, no muy lejanos del 5.25% que se observaba antes del inicio de la crisis.

Gráfico 3. Tasa Repo Fed
(Comparación octubre 1940 vs. septiembre 2018)



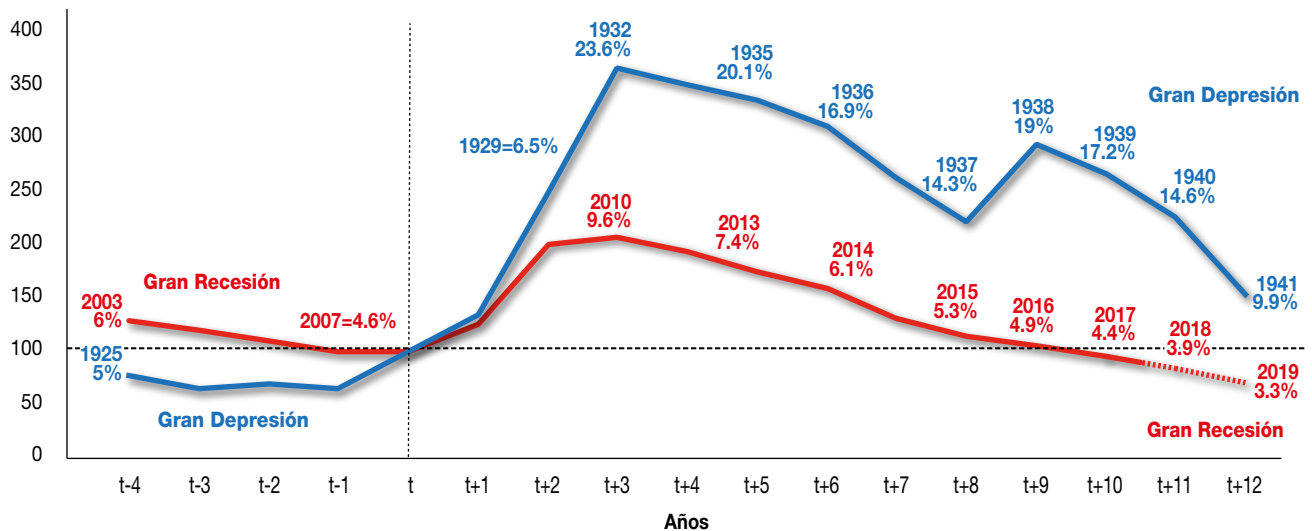
Fuente: cálculos Anif con base en Fed.

Desempleo

El desempleo ha sido una de las variables más golpeadas en ambos episodios. Por ejemplo, la tasa de desempleo se elevó del 4.2% en 1928 al 22.7% en 1933, multiplicándose por casi 5 veces, mientras que, durante la Gran Recesión, pasó del 4.6% en 2006 al 9.6% en 2009, pero multiplicándose solo por 2 veces. Afortunadamente, la tasa de desempleo tuvo una corrección mucho más ágil durante 2009-2016, cayendo hacia el 4.9% al cierre de 2016, alcanzando los niveles de desempleo de largo plazo (NAIRU), ver gráfico 4.

Paradójicamente, en 2018, la problemática no han sido los índices de desempleo, sino la creciente presión inflacionaria que ha generado el mercado laboral. La histórica tasa de desempleo del 3.7% registrada

**Gráfico 4. Tasa de desempleo
(Comparación 1938 vs. 2018)**



Fuente: cálculos Anif con base en U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics y JP Morgan Global Data Watch.

en septiembre de 2018 da a entender que la economía estadounidense se encuentra recalentada y que el Fed deberá concentrarse en evitar la aceleración inflacionaria derivada de las nuevas presiones salariales. Dado este recalentamiento laboral, los salarios reales deberían estar creciendo a tasas del 2%-3%, pero lo están haciendo a la mitad por efectos del Fintech y de cambios demográficos importantes (ver *Comentario Económico del Día* 31 de octubre de 2018).

Conclusiones

Tras la recuperación de 2014-2018, los años 2019-2020 podrían traer ajustes recesivos a nivel mundial por cuenta del recalentamiento de los mercados financieros y laborales, agravados por la guerra comercial entre Estados Unidos y China. A lo largo de 2018 hemos presenciado tres marcados episodios de correc-

ción, siendo el más fuerte este último de octubre.

Bajo estas circunstancias, la tarea de retracción de la liquidez por parte del Fed resulta compleja, pues en paralelo se deben “pilotear”: i) los riesgos de mayor inflación, debido a presiones salariales que emanan de tasas de desempleo de solo un 3.8%; y ii) el objetivo de lograr un “pinchazo suave” de la burbuja accionaria. Claramente se aprendieron lecciones importantes sobre el manejo monetario a través de la llamada “expansión cuantitativa” (QEs) durante los primeros años de la crisis (2008-2012) y se ha sabido realizar una moderada retracción de los excesos de liquidez, particularmente en Estados Unidos durante 2017-2018. Pero aún está por verse si se logrará o no un “aterrizaje suave” de la economía mundial durante 2019-2020, donde los meses recientes nos muestran que el instrumental monetario y fiscal global luce algo agotado (ver *The Economist*, “The Next Recession”, octubre 13 de 2018). ANIF



Panorama cafetero

2018-2019 *



En 2018, el sector cafetero colombiano ha tenido marcados altibajos por cuenta de la volatilidad en los precios internacionales del grano. Los datos más recientes de la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé) indican que: i) la producción sumó 13.8 millones de sacos al término del año cafetero 2017-2018 (reduciéndose un -3.3% anual); ii) el valor de la cosecha bordeó los \$6.5 billones (0.7% del PIB); y iii) el precio interno repuntó a niveles de \$800.000/carga en octubre de 2018 (vs. \$735.000/carga promedio en lo corrido del año a octubre de 2018).

En materia de rentabilidad, la situación cafetera luce complicada al estar sujeta a la volatilidad de los precios internacionales. Cuando se creía que el mercado mundial estaría dando pie a precios internos de \$800.000/carga, las abundantes cosechas de Brasil y Vietnam, junto con la depreciación acelerada del real brasileño, tumbaron el precio a mínimos de \$687.000/carga en septiembre de 2018. Solo recientemente, con devaluaciones peso-dólar del 5% anual, los precios internos han vuelto a ubicarse por encima del precio mínimo de sustentación. En todo caso, luce poco probable que se puedan mantener los

precios actuales, teniendo en cuenta los excesos de oferta que se proyectan en 2019.

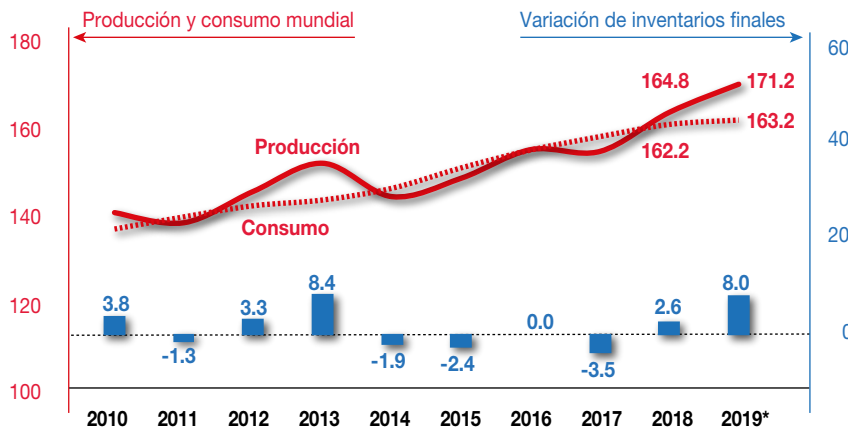
En este informe analizaremos la situación cafetera actual y sus perspectivas 2018-2019. Aquí examinaremos la situación internacional y estudiaremos la dinámica del mercado nacional. Finalmente, analizaremos un tema central en la caficultura colombiana: la rentabilidad y sostenibilidad de nuestra actividad. Cómo veremos, la viabilidad del sector cafetero descansa sobre sus ganancias en productividad y la reducción de los costos de producción.

Mercado mundial del café

Según la Organización Internacional del Café, el año cafetero 2017-2018 cerró con una producción de 164.8 millones de sacos, equivalente a una expansión del 5.7% anual (ver gráfico 1).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1439 del 26 de noviembre de 2018.

**Gráfico 1. Balance cafetero mundial
(Millones de sacos de 60kg)**



*Proyectado.

Fuente: cálculos Anif con base en LLC International, Fedecafé y USDA.

Ello obedeció a un crecimiento en la producción de Brasil (principal productor mundial), la cual llegó a 57.7 millones de sacos (12% anual), pese a que 2017-2018 correspondió al año valle de su ciclo bienal. Allí se presentaron expansiones tanto de la producción arábica a 44.2 millones de sacos (3.5%), como de la robusta a 13.5 millones de sacos (16.1%). Vietnam (segundo productor y primer exportador mundial) alcanzó una producción de 28 millones de sacos (15.5%), favorecido por buenas condiciones climáticas. Entre tanto, Centroamérica continuó incrementando su producción (7.1%) hasta los 19.6 millones de sacos, exhibiendo elevadas ganancias en productividad.

Por su parte, Colombia registró leves contracciones en su producción, situándose en 13.8 millones de sacos al final del año cafetero 2017-2018 (-3.3% anual). Esto como consecuencia de la menor productividad obtenida por el envejecimiento del parque cafetero. Finalmente, la producción en Indonesia se mantuvo estable en 10.6 millones de sacos.

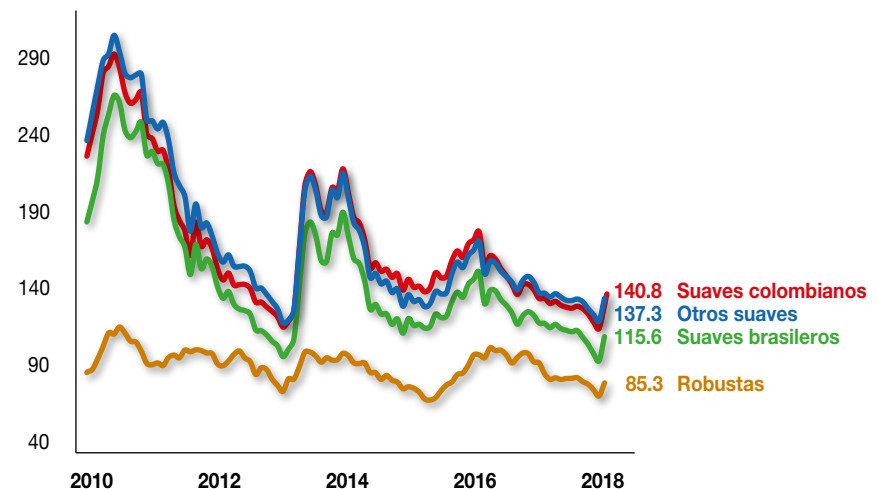
De otra parte, el consumo mundial de café alcanzó los 162.2 millones de sacos en 2017-2018, aumentando un 1.8% anual. Allí jugó un papel central la recuperación de la economía mundial, particularmente de los países desarrollados. De esta manera, el año cafetero 2017-2018 terminó con una oferta que superó la demanda, lo cual implicó: i) un precio promedio del café

de US\$1.1/libra (vs. US\$1.31/libra un año atrás); y ii) un incremento de 2.6 millones de sacos en los inventarios, para cerrar en 30 millones de sacos, según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA).

A lo largo del año cafetero 2017-2018, el precio internacional del café exhibió una tendencia decreciente por los excesos de oferta (ya comentados), alcanzando su precio máximo de US\$1.2/libra en octubre de 2017 y cotizándose en su precio mínimo de US\$0.98/libra en septiembre de 2018. Así, el precio de los suaves colombianos se situó en US\$1.26/libra frente a los US\$1.44/libra de un año atrás (ver gráfico 2). En este mismo período, los suaves brasileños cayeron de US\$1.3/libra a US\$1/libra; los otros suaves pasaron de US\$1.41/libra a US\$1.21/libra; y los robusta se redujeron de US\$0.98/libra a US\$0.77/libra.

Para el año cafetero 2018-2019, las estimaciones más recientes indican que la producción a nivel global bordearía unos 171.2 millones de sacos (3.9% anual), liderada principalmente

**Gráfico 2. Precios internacionales del café
(US\$/lb, octubre de 2018)**



Fuente: Organización Internacional del Café.

por una mayor producción en Brasil (4.3%). Vietnam (6.8%) e Indonesia (4.7%) también incrementarían su producción a 29.9 millones de sacos y 11.1 millones de sacos (respectivamente), favorecidos por las buenas condiciones climáticas previstas para el Sureste Asiático.

A su vez, Centroamérica repetiría una producción de 19.6 millones de sacos, en línea con las elevadas ganancias en productividad de México. Finalmente, Colombia podría ver reducida su producción hacia los 13.5 millones de sacos (-3.6%), considerando las afectaciones que podría llegar a generar el Fenómeno de El Niño.

A nivel global, se tendría un consumo de 163.2 millones de sacos (+0.6% anual), con lo cual los inventarios mundiales crecerían en 8 millones de sacos. La mala noticia es que, de cara a 2018-2019, esa buena dinámica de la producción y relativa estabilidad del consumo estarían presionando nuevamente los precios internacionales a la baja. En buena medida, la cotización del grano dependerá del desempeño de la producción en Brasil y de la intensidad climática del Fenómeno de El Niño durante 2019.

Situación cafetera en Colombia

La producción cafetera nacional alcanzó los 13.8 millones de sacos al término del año cafetero 2017-2018 (ver gráfico 3), equivalente a una reducción del -3.3% anual. Ello obedeció a una menor productividad del parque cafetero colombiano, el cual pasará de producir 18.7 sacos/hectárea en 2017 a seguramente 18.4 sacos/hectárea en 2018 (ver gráfico 4). Así, 166.000 hectáreas alcanzarían su madurez

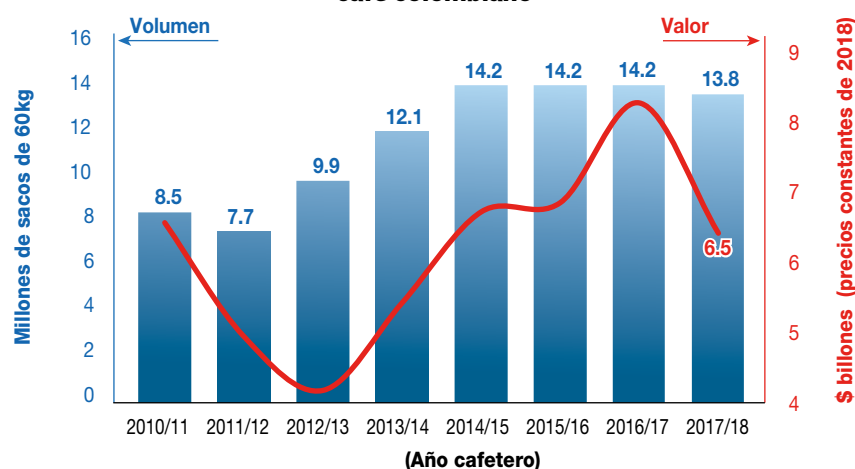
productiva (3-5 años), mientras que 179.000 hectáreas se estarían considerando envejecidas (más de 9 años), con lo cual en el neto el área cultivada con mayor productividad disminuiría.

Anif ha venido alertando, desde hace ya tiempo, del declive en la productividad cafetera, asociada al envejecimiento del parque cafetero (ver *Informe Semanal* No. 1342 de

noviembre de 2016). Afortunadamente, las 737.000 hectáreas intervenidas por Fedecafé en 2010-2017 estarían garantizando un parque cafetero todavía joven (84% del total) y con reducida exposición a plagas (70%).

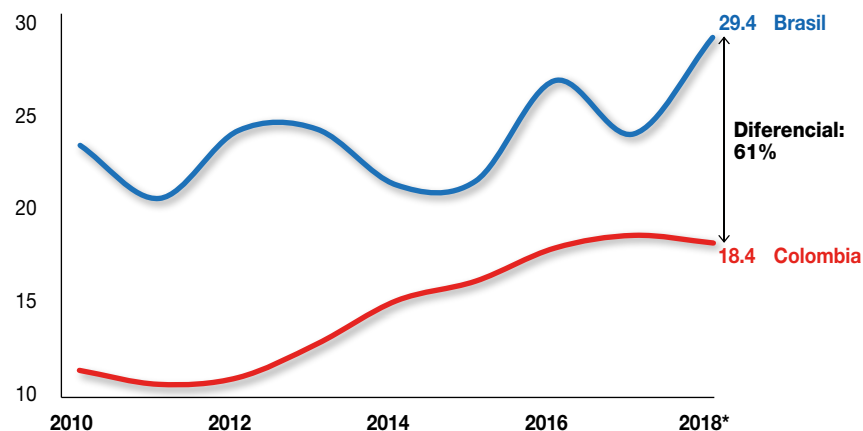
Pero es importante continuar con las buenas prácticas cafeteras de apoyos al programa de renovación cafetera y de subsidios a fertilizantes por cafeto

Gráfico 3. Volumen y valor de la cosecha de café colombiano



Fuente: cálculos Anif con base en Fedecafé.

Gráfico 4. Productividad cafetera (Sacos/hectárea)



*Proyectado.
Fuente: cálculos Anif con base en Fedecafé.

renovado, lo cual estará impulsando la renovación de otras 31.000 hectáreas en el mediano plazo. Lo que va quedando claro es que esto deberá hacerse cada vez más con los recursos propios que deja la retención cafetera de los 6 centavos y no pensando que el gobierno estará apoyando este tipo de actividades desde el Presupuesto Nacional, dada la precariedad de las finanzas públicas.

Esto será difícil de concretar a futuro, dado el descenso en los precios internos de la carga (-11.1% anual), empujados por los excesos de oferta mundial. Afortunadamente, la devaluación peso-dólar de los últimos meses (a ritmos del 5% anual) ha permitido atenuar dicha reducción en los precios, devolviéndole algo de rentabilidad al caficultor colombiano. En todo caso, el valor de la cosecha disminuyó un -22.2% anual en términos reales, al pasar de \$8.3 billones en 2016-2017 (0.9% del PIB) a \$6.5 billones en 2017-2018 (0.7% del PIB).

En 2018-2019, la producción cafetera colombiana se estaría reduciendo hacia los 13.5 millones de sacos. Aquí los factores de riesgo provenirían de: i) la materialización del Fenómeno de El Niño durante enero-febrero de 2019; y ii) los posibles descensos en la productividad cafetera (según lo arriba comentado).

Rentabilidad y sostenibilidad cafetera

La rentabilidad cafetera es eje central de la sostenibilidad de la caficultura colombiana. Para garantizarla se requieren: i) acciones de mejoramiento que permitan una gestión más eficiente de los insumos y de la mano de obra, así como el desarrollo de

nuevas tecnologías; y ii) reformas transversales que permitan reducir los costos de producción, resumidos en el vector que hemos llamado “Costo Colombia” (sobrecostos de transporte, laborales, energéticos y logísticos).

En el primer aspecto, la Fedecafé ha venido adelantando acciones entre los caficultores para la adopción de mejores prácticas agronómicas-empresariales. Ello no solo incluye la renovación de cafetales, sino también el fortalecimiento de la autogestión empresarial, los métodos de recolección asistida y el desarrollo de nuevas variedades (incluso con la incursión reciente en la producción de café robusta). De allí que la productividad haya repuntado de 11 sacos/hectárea en 2011 a 18 sacos/hectárea en 2018.

En donde se han tenido limitados avances es en el frente de reformas transversales que permitan apuntalar una mayor competitividad del país. Colombia mantiene: i) elevados costos de transporte, donde movilizar un contenedor en Colombia cuesta unos US\$1.700 (vs. US\$1.100 promedio de la Alianza del Pacífico); ii) sobrecostos no salariales de hasta el 50% (vs. 28% promedio de la Alianza del Pacífico); iii) altos costos eléctricos (9¢/Kwh vs. 6¢/Kwh en referentes de la Alianza del Pacífico); y iv) sobrecostos logísticos de hasta el 15% (vs. 14% promedio de América Latina), ver *Informe Semanal* No. 1429 de septiembre de 2018.

En el caso específico de la caficultura, el flete continúa siendo el costo más alto. Ello obedece a las escasas alternativas de transporte que existen en el país, estando recargado casi en su totalidad en el transporte terrestre. Por esta razón se ha puesto en marcha un plan piloto para transportar las primeras cargas de café por vía férrea (cubriendo el trayecto La Dorada-Santa Marta), en un intento por articular multimodalmente el

transporte del grano de las trilladoras a los puertos. Ello incluso ayudaría a descongestionar los terminales del país, reduciendo los elevados costos de almacenamiento en puerto, especialmente altos durante las temporadas de cosecha.

Otro frente en el que se debe trabajar activamente es en el abaratamiento de la mano de obra. Fedecafé ha manifestado su apoyo al proyecto de Ley 123 de 2017 para la dignificación del trabajo rural y el establecimiento de un piso mínimo de protección social. De aprobarse la iniciativa, se estaría flexibilizando el mercado laboral rural al emplear el “Jornal Diario Integral Rural” como el nuevo referente de cotizaciones a la seguridad social y no el de la rígida norma del Salario Mínimo Legal, el cual supone tiempos laborales continuos (ver *Comentario Económico del Día* 20 de febrero de 2018).

Por ahora, la rentabilidad de la caficultura sigue estando sujeta a los vaivenes del precio internacional. En este sentido, el ajuste estructural de la tasa de cambio es más que bienvenido para el sector productivo del país y en particular para el sector cafetero. Además, ello le estará dando un espacio fiscal adicional al gobierno, que ya había aprobado subsidios al precio de comercialización hasta por \$100.000 millones cuando este se ubicara por debajo del precio mínimo de sustentación.

Lo anterior deja en claro que la sostenibilidad de la caficultura colombiana descansa sobre las ganancias en productividad y la reducción de costos de producción. Hacia allá deberán dirigirse todos los esfuerzos del sector cafetero para garantizar la rentabilidad de esta actividad económica, pues los apoyos presupuestales serán cada vez mas escasos. ■■■■



Trading electrónico en Renta-Fija de Colombia

Tendencia del Mercado Internacional

El trading electrónico en los mercados de renta fija ha venido creciendo sistemáticamente a nivel global durante las últimas décadas. En muchas jurisdicciones, dichas transacciones electrónicas han reemplazado las históricas operaciones “a viva voz” de los *brokers-dealers* tradicionales en diferentes tipos de activos de renta-fija.

Esta tendencia se conoce como “electronificación” (“*electronification*”) y en ella han jugado varios factores, a saber: i) importantes avances tecnológicos tipo *Algorithmic Trading (AT)* y *High Frequency Trading (HFT)*; ii) la necesidad de bajar costos operativos ante las mayores exigencias de Basi-

lea III en capital disponible-liquidez; y iii) búsqueda de alternativas de negocios ante la prohibición de transacciones cuenta-propia (derivadas de la conocida Regla Volcker).

En este proceso, cabe destacar dos aristas de rápida evolución en los mercados de bonos a nivel global. En primer lugar, está la automatización casi total en los mercados más líquidos, gracias a su estandarización (particularmente en el caso de bonos de deuda pública). Este mercado se benefició de la importación de tecnología originalmente pensada para el caso de acciones y monedas. Esto ha implicado cambios importantes en el modelo de negocio de *market making*-proveedores de liquidez.

En segundo lugar, se tiene que estas plataformas transaccionales están

innovando en materia de protocolos de procesamiento de órdenes, lo cual facilita el case entre oferentes y demandantes de activos. Por ejemplo, se está migrando del llamado protocolo “*Request for Quote*” - RFQ (donde solo los *dealers* ofrecen puntas de precio) hacia plataformas “todos-contra-todos” (“*All-to-All*”); adicionalmente, se están agregando órdenes de cumplimiento según temporalidad, lo cual ayuda a profundizar la liquidez del mercado.

Así, se está logrando una gran proliferación de plataformas electrónicas transaccionales, lo cual abarata costos

* Corresponde a *Enfoque* No. 99 de octubre de 2018.

Regale en esta **Navidad** algo único



THE WALL STREET JOURNAL.

Y obtenga un bono de \$100.000
para redimir en libros del Fondo de Cultura Económica

Todo por solo:

\$425.000*

Válido para suscripciones nuevas y renovaciones.

**Llame en Bogotá al 422 76 00 opción 1-1-1, línea gratuita nacional 018000 510 051
o ingrese a suscripciones.larepublica.co**

*Incluye suscripción impresa y digital del Diario La República y acceso ilimitado, durante 12 meses, al contenido de WSJ.com, programa de beneficios WSJ+, aplicaciones y podcasts informativos de The Wall Street Journal. No incluye periódico impreso The Wall Street Journal. Aplica únicamente para Colombia. El bono del Fondo de Cultura Económica (FCE) se puede redimir solo en los puntos de venta de Bogotá, por libros con el sello del FCE. Promoción válida hasta el 21 de diciembre del 2018. Aplican condiciones y restricciones.



y agiliza procesos. En paralelo, se tiene un mejor cumplimiento con los protocolos de información, según reciente regulación europea (MIFID II), la cual busca mejores estándares en reportes de montos-precios-tasas. Esto es particularmente importante para un mercado de bonos que había sido criticado por su opacidad.

El gráfico 1 ilustra cómo dicho fenómeno de “electronificación” se ha expandido en activos con elevada estandarización y liquidez (*ex ante*), llegando al 70% en la renta variable y al 90% en derivados-acciones. En el frente de la renta fija, esa electronificación alcanza un 70% en deuda pública, pero solo un 50% en sus derivados. Ahora bien, su penetración es mucho menor en el caso de la deuda corporativa (15%-20%), dado su carácter heterogéneo en plazos, cupones, *seniority*-crediticio, entre otros (ver *The Economist*, abril 22 de 2017, “Click to Trade”).

El caso de Colombia

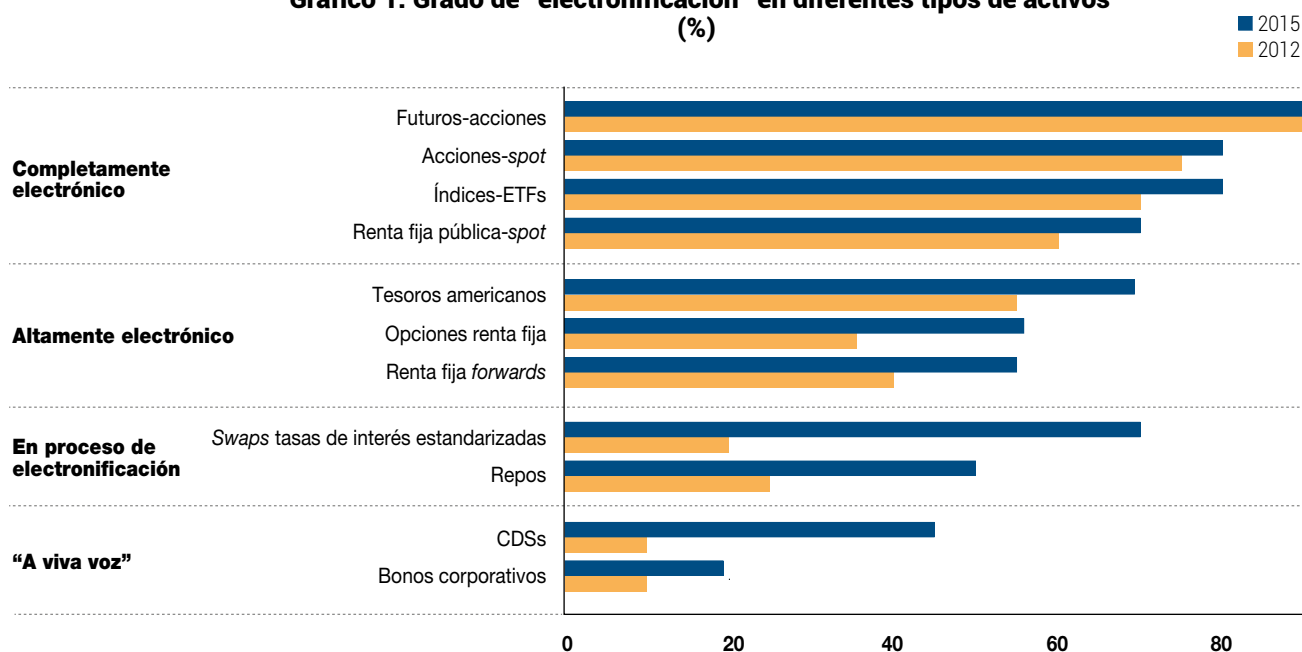
Colombia es un caso de éxito en donde se tienen importantes desarrollos en electronificación de los mercados de renta fija, donde los sistemas SEN (deuda pública, administrado por el Banco de la República) y MEC (plataforma *All-to-All* de deuda pública + corporativa, manejado por bvc) han logrado múltiples avances durante sus dos décadas de funcionamiento. Más recientemente, bvc ha ido un paso más allá con el lanzamiento de su plataforma *Master Trader* en su arista de renta fija-pública, cuyo objetivo es acelerar las ganancias en eficiencia-transaccional y profundizar su liquidez (adoptando estrategias complementarias de ruedas de negociación entre *dealers*, como se tiene en el SEN). Por ejemplo, ahora se cuenta con aplicaciones automáticas (tipo AT) y vasos comunicantes con las pantallas de renta variable y derivados. En esta edición de *Enfoque* analizaremos estos avances

de “electronificación”, con particular atención al caso de la renta fija y sus recientes aplicaciones en Colombia.

Evolución del trading electrónico (e-trading)

El *e-trading* se refiere a la transferencia de propiedad de un instrumento financiero a través de un sistema electrónico, involucrando etapas de negociación y ejecución (ver BIS, 2016, “*Electronic Trading in Fixed Income Markets*”). *Grosso modo*, dicho *e-trading* cubre: i) redes de propiedad de *dealers* particulares o plataformas electrónicas en las cuales se casan “puntas” de oferta-demanda; ii) plataformas alternativas (incluyendo “*dark-pools*”), las cuales manejan información restringida en identidad de agentes y montos transados; y iii) casos especiales de disseminación de órdenes electrónicas.

Gráfico 1. Grado de “electronificación” en diferentes tipos de activos (%)



Fuentes: BIS (2015); Greenwich Associates (2014); y McKinsey (2013).

cas. La fuente transaccional puede ser “a-viva-voz” o electrónica (AT y HFT), pero se ejecutan-cumplen por medio electrónico.

Nótese que el AT y HFT requieren alta liquidez y protocolos CLOB (*Central Limit Order Book*, que operan “*first come - first served*”), mucho más exigentes que los tradicionales “*Request for Quote*” (RFQ). Estas exigencias crecen a medida que se tiene multiplicidad de las llamadas *Electronic Trading Platforms* (ETPs), donde se casan oferta-demanda proveniente de una gran variedad de clientes.

El caso de la renta fija

Históricamente, las transacciones del mercado de renta fija han girado en torno a los *dealers* (grandes bancos o comisionistas) y sus relaciones con redes de clientes. Esas operaciones se han caracterizado por la ausencia de “mercados centralizados” (tipo bolsas de valores), pues predominan las transacciones bilaterales (ya sea *dealer-dealer* o *dealer-cliente*). Lo usual era que un cliente contactaba (por teléfono) a uno (o múltiples) *dealers*, indagando por precios de compra-venta del activo. Ello se conoce como un *Quote Driven Market*.

Pero este esquema implicaba elevados costos transaccionales (ver Duffie, 2012). Esto debido a: i) alta segmentación del mercado; y ii) opacidad informativa; todo lo cual implica elevada dispersión en precios transaccionales-finales.

La “electronificación” (arriba explicada) data de mediados de los años noventa, en sus dos aristas *dealer-dealer* y *dealer-cliente*. En el primer caso se generaron los *Electronic Communication Networks* (ECNs) entre *dealers*.

En este tipo de mercado, los precios de las órdenes típicas se conocen de manera anticipada, a contraposición de las relaciones *dealer-cliente* (donde el *Quote Driven Market* implica ofrecer precios ante la intención de un cliente de hacer una transacción).

Un ECN pionero fue el EuroMTS (1998), liderando operaciones de deuda pública en la naciente Zona Euro. Algo similar se tuvo en Estados Unidos (1999) mediante las plataformas eSpeed y BrokerTech para las transacciones electrónicas en Tesoros, extendiéndose dichos tipos de mercados electrónicos hacia economías emergentes después del año 2000 (Selic en Brazil, NDS-OM en India, KTSD en Corea, la mayoría de ellos contando con apoyo del Estado).

El segmento de *e-trading dealer-cliente* también data de esas épocas y su evolución se dio por dos caminos: i) plataformas con un solo *dealer*-oferente (*Single Dealer Platforms*-SDPs), una versión electrónica del viva-voz; y ii) plataformas con múltiples *dealers* (*Multi Dealer Platforms*-MDPs), habilitando los mencionados RFQs. Desarrollos importantes de estas plataformas *dealer-cliente* incluyen Tradeweb (1998), de Thomson Reuters, así como BondVision (2001) y Bloomberg (1996).

Impacto del e-trading de renta fija sobre el mercado

Dealers tradicionales

El precio al cual los *dealers* proveen servicios de intermediación en el mercado, por naturaleza, está atado a su estructura de costos. Los bancos (*market-makers* por excelencia) han

experimentado incrementos en dichos costos durante la última década, tanto por consideraciones regulatorias como por factores de mercado. En el primer caso, los requerimientos de capital-liquidez de la plantilla regulatoria de Basilea III hacen más costoso el uso del balance para mantener inventarios de posiciones, ver *Comentario Económico del Día* 17 de julio de 2018. En el segundo caso, dichos bancos han sido reacios a cargar con inventarios abultados en sus balances, dada su aversión al riesgo desde la crisis de Lehman.

En el frente netamente tecnológico, probablemente se están generando efectos encontrados en la estructura de costos. Por un lado, es indudable que el *e-trading* ha implicado mayor eficiencia vía: i) menores costos de *market-making*, al automatizar la provisión de “*quotes*” y cubrimiento de dichas posiciones; ii) menores tiempos de exposiciones en dichas operaciones (*holding periods*), dado el acceso a un mayor número de clientes potenciales; iii) mejor conocimiento de clientes, al usar algoritmos de *Big-Data* para discernir opciones de estrategias individualizadas; y iv) mayor eficiencia en el neteo de flujos de recursos y posiciones al interior de una misma firma (pero en diferentes ruedas transaccionales), incrementando las economías de escala-alcance.

Sin embargo, el crecimiento del *e-trading* también ha implicado cuantiosas inversiones por parte de dichos actores tradicionales, al punto de que muchos han tenido que salir de algunas actividades clave del negocio o tercerizar parte de sus servicios (generalmente con *startups* de Fintech). Nótese cómo todo ello tiene el agravante de mayor competencia, haciendo difícil trasladar dichos costos de inversión a las tarifas de los usuarios finales.

Principal Trading Firms (PTFs)

La proliferación de dichas plataformas electrónicas ha habilitado el mencionado *trading* algorítmico-automatizado (AT) en los mercados de renta fija. Un subconjunto de dicho AT es el llamado *High Frequency Trading* (HFT), en donde las órdenes se enrután-cumplen a elevadas velocidades (unos cuantos microsegundos). El HFT ha sido criticado por generar estrategias depredadoras contra inversionistas más lentos, donde algunas bolsas de valores han optado por mecanismos de *speed bumps* para evitar “aprovechamientos” electrónicos de los llamados “Flash-Boys”, ver Lewis (2014) en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_175_0.pdf.

Los algoritmos más sofisticados requieren mercados que operen con protocolos CLOB (aquellos con mercados continuos y agregación-ordenamiento de transacciones), en contraposición a protocolos discretos tipo-RFQ. En particular, los algoritmos HFT requieren características del sistema-plataforma referentes a: i) capacidad para operar con altos números de órdenes-transaccionales; ii) habilidad para habilitar duración de posiciones abiertas por períodos cortos (inferiores al segundo); y iii) capacidad de cancelación cuasi instantánea de órdenes ya enviadas de una porción considerable (tan alta como el 80%).

La presencia de nuevos agentes efectuando AT y HFT, conocidos como *Principal Trading Firms* (PTFs), está afectando la propia naturaleza de provisión de liquidez y la intermediación en los mercados de renta fija. Ello ha sido especialmente cierto en los mercados líquidos de renta fija pública, donde incluso los inversionistas tradicionales han hecho inversiones sustanciales en

AT. Algunas estimaciones recientes muestran que cerca del 50% de las transacciones en mercados de deuda de Tesoros (como los mencionados BrokerTech y eSpeed) se explica por algoritmos de HFT (ver US Joint Staff Report-USJ, 2015).

Dichas PTFs utilizan técnicas de AT y HFT para competir con los *market makers* tradicionales en los mercados de renta fija más líquidos. Ellas no solo tienen esa ventaja de “agilidad tecnológica” frente a los bancos tradicionales, sino evidentes ventajas regulatorias, dados sus menores requerimientos en capital y liquidez.

Impacto sobre los demandantes de servicios de intermediación

El llamado “*buy-side*” (*asset-managers*, fondos mutuos, fondos soberanos, etc.) también se ha venido adaptando al cambio tecnológico en los mercados, ajustándose a las innovaciones en la provisión de liquidez automatizada de *dealers*-plataformas (según lo comentado). Ello ha implicado el uso de AT en sus operaciones

de mercado, explotando ventajas de mayores eficiencias-reducciones de costos y liquidez. Adicionalmente, la proliferación de plataformas transaccionales y proveedores de datos en los mercados de renta fija ha provisto a los inversionistas de nuevos medios para transar con contrapartes del propio *buy side* (no necesariamente *dealers* tradicionales) y mayor transparencia-información en mercados tradicionalmente opacos.

Algunos inversionistas incluso han virado hacia los mercados de fondos mutuos y ETFs en renta fija, tratando de lograr mayores rendimientos, pero buscando mantener elevados niveles de liquidez (particularmente precarios en los bonos corporativos). Ello ha llevado a que los activos bajo administración (AUM) de dichos ETFs-renta fija se hayan multiplicado por cinco durante la última década, llegando a niveles de US\$800.000 millones al cierre de 2017. Gracias a esos abultados volúmenes, sus costos a clientes son tan bajos como 0.3%-0.4% cobrados sobre dichos AUMs. A pesar de ese dinamismo, los ETFs-renta fija son solo una quinta parte del total de activos del agregado de ETFs



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

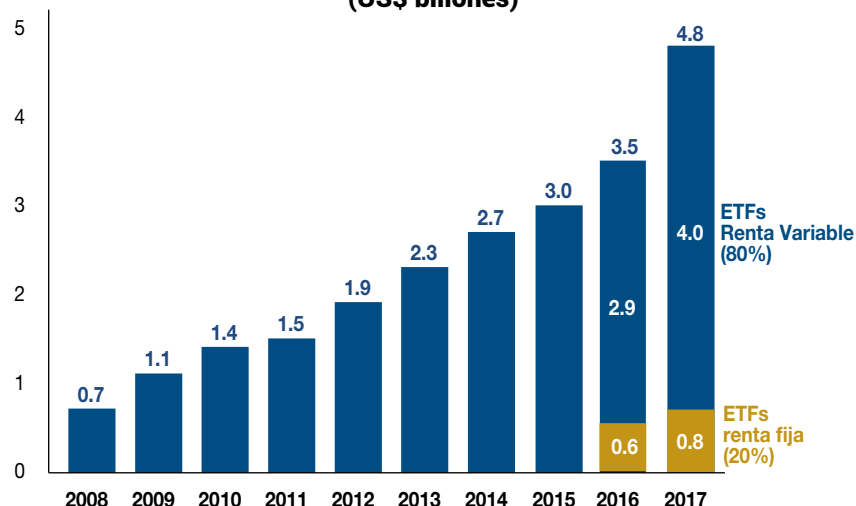
Línea de atención al cliente:
(57 - 1) 472 2000 en Bogotá
01 8000 111 210 a nivel Nacional

.....
www.4-72.com.co

(siendo el restante 80% explicado por ETFs-renta variable, ver gráfico 2).

Nótese cómo estos ETFs-renta fija son, en esencia, otra forma de “electronificación”, pues llevan dichos activos a plataformas-transaccionales de bolsa (incluso si los subyacentes son altamente ilíquidos). Todo ello implica una especie de “transformación de liquidez” algo ilusoria, pues en períodos de tensión financiera, podría resultar complicado desmontar dichos ETFs (líquidos) ante problemas en la liquidación en las posiciones de activos subyacentes (ilíquidos).

Gráfico 2. Activos bajo Administración en ETFs a nivel global (US\$ billones)



Fuente: cálculos Anif con base en Ernst & Young (2017) y Financial Times (2018).

Electronificación de los mercados de renta fija en Colombia y avances recientes (a manera de conclusión)

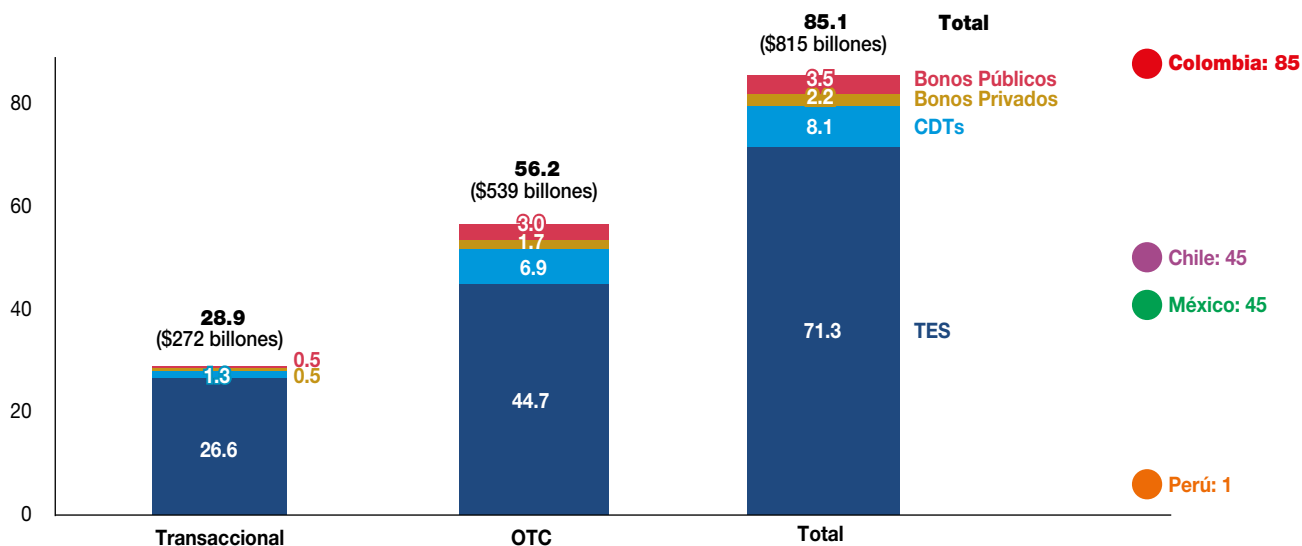
El mercado de renta fija colombiano se ha caracterizado por favorables volúmenes de negociación (rondan-

do un 85% del PIB/año), superando las lecturas de pares regionales como México (45% del PIB), Chile (45% del PIB) y Perú (1% del PIB), ver gráfico 3. Sin embargo, existe una elevada dependencia de dicha negociación en la renta fija pública, la cual explica cerca del 75%

del total (siendo ello la arista del Mercado de Capitales de la llamada dependencia fiscal).

La negociación de dicha renta fija en Colombia está dividida en dos mercados. De una parte, se tiene el sistema de operaciones sobre el mostrador

Gráfico 3. Volumen de negociación Renta-Fija en Colombia-MEC (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Bolsa de Valores de Colombia.

(OTC), destacándose los sistemas de registro bvc-Deceval (explicando la mayoría de operaciones), DCV-SEN, Tradition y GFI. De otra parte, se cuenta con el mercado transaccional, compuesto por dos plataformas de negociación: i) el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado por el Banco de la República (el cual solo realiza operaciones de deuda pública); y ii) el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) administrado por bvc (deuda pública+privada). Por medio de dichas plataformas SEN-MEC se transan alrededor de \$12 billones/día en operaciones referidas a compraventas, simultáneas, repos y TTVs (explicando el SEN cerca de \$10 billones/día de dichos montos transados).

Si bien la negociación de deuda pública se puede realizar tanto en el SEN como en el MEC, se encuentra alguna fragmentación en la liquidez para los diferentes plazos de los activos. En el MEC se concentra la liquidez de la parte media-larga de la curva de rendimientos (incluyendo el *Benchmark* del TES de 2024), dejando al SEN referencias de corto plazo (inferiores a 5 años). En este último, el *market-making* corre por cuenta de las 13 entidades participantes (básicamente bancos) en el “Programa de Creadores de Mercado” del MHCP.

A casi dos décadas del inicio de la “electronificación” del mercado de la renta-fija en Colombia mediante dichos SEN-MEC, la bvc ha emprendido un esfuerzo importante para poner a tono el mercado colombiano con los desarrollos y mejores prácticas externas (según lo comentado). Ello ha tomado la forma de la nueva plataforma transaccional *Master Trader* en su arista de deuda pública, la cual entró en su primera etapa

de implementación en septiembre de 2018.

En dicha actualización de la infraestructura tecnológica se implementó la última versión del sistema operativo X-Stream INET (plataforma desarrollada por Nasdaq), con miras a la unificación de negociaciones en los mercados de TES, renta variable (incluido MILA) y derivados. En esta nueva plataforma confluirán las entidades participantes en el mencionado programa de “Creadores de Mercado”, las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) e incluso *traders* no institucionales (siendo más una plataforma complementaria “*dealer to dealer*”, según lo discutido). Si bien la negociación de la deuda corporativa se mantendrá en la plataforma de calce MEC-Plus, ella estará integrada en la nueva visualización de pantalla unificada.

Dicha plataforma *Master Trader* implicará importantes mejoras frente a los sistemas transaccionales actuales. Allí vale la pena resaltar la robustez operacional que permitirá el acceso electrónico a mercados a través del protocolo FIX 4.4, con el que se podrán ingresar 10 millones de órdenes-modificaciones al día, y contar con funcionalidades de control de riesgo y herramientas de monitoreo-automatizadas. Adicionalmente, el motor de calce X-Stream INET ofrecerá la posibilidad de desarrollar aún más los naciescentes procesos de AT y potenciar el paso al HFT de los diferentes participantes de estos mercados. Si bien aún no se llegan a velocidades de “microsegundos” (disponibles en Estados Unidos), dicho motor X-Stream es más que suficiente para las necesidades del mercado local.

Ya discutimos cómo dichas mejoras transaccionales tipo *Master Trader*

deberían conducir a ganancias para el mercado en términos de eficiencia, liquidez y transparencia de la información-formación de precios. En este caso particular, incluso se puede tener un efecto favorable “compuesto”, dado el salto “cualitativo” de integración de diferentes mercados-activos y la posibilidad de automatización de transacciones entre ellos (vía AT-HFT).

Ahora bien, dicha mayor profundidad de la “electronificación” también conlleva desafíos y riesgos para el desarrollo del mercado de renta fija en Colombia. Uno de los más apremiantes para los jugadores del mercado corresponde a los evidentes costos de implementación del nuevo sistema (ahondando la consabida problemática de elevados costos transaccionales en toda la cadena de valor del Mercado de Capitales en Colombia, ver Anif 2017, <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asobolsa0917.pdf>).

Además, lograr materializar las potenciales ganancias en liquidez del AT dependerá de abordar acertadamente desafíos clave referentes a: i) supervisión-regulación, donde la Superfinanciera deberá ahondar en sus recientes avances de reingeniería hacia el manejo masivo de datos vía REG-Tech y Sup-Tech; ii) mejor entendimiento sobre los efectos de dichos algoritmos sobre la liquidez del mercado, donde la gran incógnita reside en el efecto “compuesto” en períodos de estrés financiero (pudiéndose rápidamente evaporar dicha liquidez); y iii) el propio desafío de capital humano de un adecuado entendimiento de dichas nuevas herramientas y la adopción de guías de mejores prácticas externas en dichas codificaciones transaccionales. 

25
Años

PREMIO NACIONAL AL PERIODISMO ECONÓMICO

ANIF - FIDUCIARIA DE OCCIDENTE



El Premio Nacional al Periodismo Económico se creó en 1994 con el apoyo de la Fiduciaria de Occidente como reconocimiento a la labor periodística en materia de análisis y redacción económica. Su objetivo es promover mayores estándares de calidad en el área del periodismo económico que ha adquirido una elevada importancia en la vida nacional.

En esta edición del premio se cumplen 25 años de apoyo al compromiso social del periodismo económico. Los jurados de esta entrega fueron: Carolina Soto, Codirectora del Banco de la República; Luis Fernando Mejía, director de Fedesarrollo; y Antonio Roveda, director de Extensión y Relaciones Interinstitucionales de la Universidad del Rosario.

Ganadores

1. Categoría de Prensa.

El jurado escogió como ganador a:

Paula Daniela Delgado del periódico "El Espectador", por su trabajo: "Especial de Pensiones". El jurado destacó la pertinencia temática, la amplitud de la investigación, la calidad del reportaje y la solvencia con la que fue tratado el tema pensional.

2. Categoría de Revista especializada.

El jurado escogió como ganador a:

Carlos Enrique Rodríguez de "Publicaciones Semana-Revista Dinero", por su trabajo: "Hidroituango ¡Cuánto nos va a Costar!". El jurado destacó la riqueza investigativa de los costos financieros derivados del "suceso Hidroituango".



► Nelson Vera, vicepresidente de Anif; Mario Andrés Estupiñán Alvarado, presidente de Fiduoccidente; Carlos Enrique Rodríguez de Publicaciones Semana-Revista Dinero; Lidis Ribón de Noticias RCN; Paula Daniela Delgado del periódico El Espectador; José David Caparoso de Dinero.com; Claudia Gurisatti de Noticias RCN; Sergio Clavijo, presidente de Anif; y Héctor Leonardo Hernández de Primera Página Radio.

3. Categoría de Televisión.

El jurado escogió como ganador a:

Lidis Ribón y Claudia Gurisatti de "Noticias RCN", por su trabajo: "El tren, Historia fallida en Colombia". El jurado destacó el análisis económico y la profundidad de la investigación, así como la originalidad del tema tratado y la calidad del contenido audiovisual.

4. Categoría de Entrevista.

El jurado escogió como ganador a:

Héctor Leonardo Hernández de "Primera Página Radio", por su entrevista a Juan Pablo Zárate. El jurado destacó la calidad de las preguntas formuladas al entrevistado, así como la fluidez y calidad de la entrevista.

5. Categoría de Medios Digitales.

El jurado escogió como ganador a:

José David Caparoso de "Dinero.com", por su trabajo: "Fintech: la inesperada revolución que encara el sector financiero". El jurado destacó la buena presentación de la página web, la calidad de la información y la pertinencia del tema, dada la preponderancia que ha tomado el Fintech dentro de la agenda económica-financiera a nivel mundial.



Palabras pronunciadas por la doctora Marta Lucía Ramírez, Vicepresidente de la República de Colombia, en la ceremonia de instalación de la XXXII Asamblea de Anif Bogotá, octubre 10 de 2018

A photograph of Marta Lucía Ramírez, Vice President of Colombia, speaking at a wooden podium. She is wearing a light blue blazer over a light purple shirt. A microphone is in front of her, and a laptop is on the podium. The background is a light blue banner with the text 'CO DE OCCIDENTAL COLOMBIA' and 'ión' visible.

Buenos días a todos. Me alegra mucho estar nuevamente en la Asamblea de Anif. Impresiona cómo pasa de rápido el tiempo, ya la XXXII Asamblea de Anif. Es cierto que en los años 1990-1991 fui presidente de Anif, en un momento en el que el país era muy diferente. Estábamos empezando la apertura económica y teníamos un sistema financiero que estaba concentrado básicamente en la banca pública. Esa época de transición fue muy interesante y fue cuando se tomó la decisión de convertir a Anif en un centro de estudios, que fue liderado con lujo por mi sucesor, el doctor Javier Fernández Riva, que en paz descansa, y más recientemente por el doctor Sergio Clavijo, quien ha hecho esta tarea espectacular de convertir a Anif en uno de los principales centros de pensamiento y estudios económicos de Colombia (...).

Hemos venido hablando con el presidente Duque, desde la campaña, que Colombia tiene que unirse. Debemos entender que no es solamente el Gobierno quien tiene la responsabilidad de sacar adelante al país, sino que ese compromiso es de todos.

Hace dos años, en medio de la discusión del SÍ y el NO que tanto nos dividió, saqué un documento que se llamaba “Un Pacto por Colombia”. Siempre creí que sin importar si ganaba el SÍ o el NO, teníamos la obligación moral de trabajar todos por unir al país, haciendo un gran pacto, el cual debe tener los siguientes elementos:

Pacto por la integridad. Para lograr un país con transparencia, que se decida a luchar contra la corrupción y que tenga una ética superior que va mucho más allá del cumplimiento de la ley.

Pacto por el respeto al otro. Aquí se trata de entender la dignidad humana y de respetar a los demás. Un pacto también por la familia, por los valores, por la inclusión social y, muy importante, por la inclusión de la mujer, de lo cual voy a hablar más adelante.

Pacto por el desarrollo y crecimiento económico. Colombia tiene un enorme potencial y podemos desarrollarlo, sí y solamente sí, somos capaces de generar más confianza en los inversionistas, mayores niveles de productividad, más diversificación del aparato productivo y mucho más valor agregado en nuestra economía. Esa es la forma de generar empleo, que es lo que les da una vida digna a las familias, mucho más que el asistencialismo de los subsidios.

Por esa razón, creemos que este Pacto tiene que generar las condiciones para que Colombia se convierta en

una potencia agroindustrial y de las manufacturas. En el pasado se ha discernido sobre la necesidad de que Colombia cuente con una política industrial. Creo que se necesita una política industrial nueva de generación de cadenas de valor, que nos permitan insertarnos en las cadenas globales.

Evidentemente, ese Pacto por el crecimiento económico también significa insertarnos en la nueva revolución industrial de la tecnología y en la economía naranja, que es el tema favorito de nuestro Presidente, con quien compartimos ese especial compromiso con toda la industria creativa y aquellas que se derivan de la tecnología. Y, por supuesto, en ese Pacto por el crecimiento económico tenemos que lograr que Colombia tenga mucha más presencia en el mundo a través de sus bienes y servicios.

Pacto por la infraestructura física. La necesidad de conectar a Colombia y sus regiones entre sí es fundamental tanto para lograr mayor producción en las zonas rurales, como para mejorar los niveles de seguridad que nos permitan expulsar para siempre la criminalidad y el narcotráfico de los distintos lugares de Colombia.

Por último, tiene que ser un **Pacto por el fortalecimiento institucional.** Solamente un país con instituciones fuertes y con una justicia que funcione es lo que nos va a permitir lograr el país que queremos.

Creemos que ese Pacto, tal y como lo propusimos con el presidente Iván Duque durante la campaña, está recogido en el trípode en el que está trabajando todo el gobierno y que va a estar en el Plan Nacional de Desarrollo. Es el trípode de la legalidad más el emprendimiento lo que nos va a garantizar la equidad (...).

En esta presentación vamos a referirnos, en primer lugar, al presente y al pasado reciente; en segundo lugar, a algunos temas centrales del Plan Nacional de Desarrollo del gobierno Duque; y, en tercer lugar, a algunas de las responsabilidades que tiene la Vicepresidencia.

En Colombia, somos muy dados a mirar lo malo y recordamos poco de dónde venimos. El país ha tenido mejoras que cabe reconocer, como la reducción de la pobreza. Es bastante significativo haber caído desde niveles de pobreza de casi el 50% que teníamos a comienzos de este siglo hacia el 26.9%. También es importante que, por primera vez, la clase media colombiana está por encima de la población que vive en nivel de pobreza. Pero, el riesgo está en una población vulnerable muy alta del 40%.

Nuestro gran reto es la inequidad. En el índice de Gini, Colombia tiene una ubicación muy deficiente (...). Desafortunadamente, el sistema tributario en Colombia, a diferencia de lo que sucede en otros países, no está reduciendo la desigualdad. Entonces, no solo debemos aumentar el recaudo, ojalá al 18% del PIB, pero más impuestos también son para que haya menos desigualdad y más impacto sobre la calidad de vida de los colombianos.

Para lograr un mayor impacto en la calidad de vida y reducir la brecha, tenemos que concentrarnos en disminuir la brecha de las regiones. Por ejemplo, la tasa de mortalidad infantil por cada 1.000 niños nacidos vivos en la región del Medio Baudó (Chocó) llega a 41, eso es igual a lo que sucede en Etiopía, mientras que en otra región como Cali (Valle del Cauca) mueren 7 niños por cada 1.000 nacidos vivos, similar a lo observado en Uruguay. La cobertura bruta en educación media, donde en

el Medio Atrato (Chocó) estamos igual que países como Tanzania y Madagascar, mientras que en El Zulia (Norte de Santander), a pesar de toda la depresión que genera la migración venezolana, estamos casi tan bien como Dinamarca (...).

Ahora, ¿cuáles son los elementos que más comprometen el crecimiento de Colombia en el corto plazo? En primer lugar, el estancamiento de la productividad. En segundo lugar, la alta ineficiencia del gasto público. Es urgente que ese recaudo se dedique a tener un mayor impacto y cerrar la brecha entre los colombianos y entre las regiones. En tercer lugar, la urgencia de corregir las grandes disparidades territoriales, como ya lo mencioné anteriormente. En cuarto lugar, un entorno que no genera mejores condiciones para la competitividad, a pesar de tantos esfuerzos. Ello, entre otras cosas, por uno de los problemas más graves que tiene el Estado colombiano, que es el cambio permanente en las reglas de juego y la inestabilidad en las políticas públicas. En quinto lugar, la desbordada corrupción, lo cual también tiene que ver con la debilidad institucional.

Adicionalmente, tenemos un Mercado de Capitales muy poco desarrollado y una infraestructura precaria. Lastimosamente, todo el entusiasmo que se le ha puesto al desarrollo de las 4G se ha frenado por cuenta de los casos de corrupción. Justamente en este momento estamos bajo la dirección del Presidente y la Ministra de Infraestructura y Transporte identificando los cuellos de botella de los proyectos 4G.

Otros elementos que comprometen el crecimiento son las brechas de género; las falencias en el sistema de ciencia, tecnología e innovación; la falta de planeación a largo plazo; la alta dependencia minero-energética;

la informalidad empresarial y laboral; el crecimiento de la clase media; los costos tributarios y regulatorios; y el sistema pensional, donde tenemos problemas de cobertura, equidad y sostenibilidad (...).

En cuanto al Plan Nacional de Desarrollo, este tiene los siguientes ejes:

1. Legalidad y seguridad. Necesitamos que los colombianos entendamos que la ley se cumple y, por supuesto, entre mayor el rango y las jerarquías, más obligación de cumplir la ley. No podemos seguir con un país en donde muchas veces la doble moral es la que facilita tanta corrupción. La seguridad es una obligación permanente del Estado.
2. Crecimiento verde.
3. Equidad. Necesitamos una política pública moderna que garantice la inclusión social y productiva.
4. Transporte y logística como factor fundamental de la competitividad y el desarrollo del comercio exterior, pero también de integración del país.
5. Bienes públicos y recursos naturales para la productividad y la equidad.
6. Desarrollo de la cultura, que es un sector importante cuando hablamos de economía naranja, de las industrias culturales y del entretenimiento.
7. Emprendimiento y productividad.
8. Ciencia, tecnología e innovación.
9. Conectar los territorios y fortalecer la descentralización. Reversar la

descentralización es imposible, pero debe actuarse cuando hay evidencias de mala utilización de los recursos públicos y corrupción en el nivel territorial. Allí debe haber una capacidad de intervención oportuna del Estado (...).

10. Transformación digital, donde hay una oportunidad maravillosa. Ahora que se está hablando tanto del paro estudiantil, precisamente uno de los compromisos del presidente Duque es lograr ampliar al máximo la cobertura en educación superior, apoyándonos no solamente en la universidad pública, que la queremos fortalecer, sino también en educación digital.

11. Economía naranja.

12. Paz, donde el compromiso del gobierno es lograr la implementación del acuerdo que se aprobó, con sus deficiencias. Si hubiera estado en nuestras manos, hubiéramos hecho un proceso diferente, dando recursos a los campesinos por la siembra de productos legales y no por la erradicación de la coca ilegal, porque la coca que se erradica vuelve y se siembra. Pero el compromiso del gobierno es total y, por esa razón, se han apropiado recursos adicionales para poder cumplir con los acuerdos.

El tema de equidad de género lo incluimos de forma transversal. Hoy, por primera vez, hay una mujer como presidente del Fondo Monetario Internacional, quien le ha puesto la lupa al tema de la equidad de género. En efecto, hay muchos estudios del Fondo que concluyen, entre otras cosas, que si al menos el 50% de las mujeres del mundo hace parte del mercado laboral y tiene unos ingresos equivalentes a los de los hombres (cuando tienen

el mismo nivel de educación y de responsabilidades) eso generaría un crecimiento del PIB mundial por lo menos de 2 puntos adicionales. Esto es un tema ético y del deber ser, pero además un tema de conveniencia para el crecimiento de la economía mundial y nacional.

El Plan Nacional de Desarrollo también está alineado con los compromisos internacionales. Recordemos que, en 2015, los países miembros de las Naciones Unidas se comprometieron a lograr un crecimiento orientado hacia los objetivos del desarrollo (17 objetivos, con 169 metas concretas). Estos objetivos tienen que ver con cinco esferas. En primer lugar, en cuanto a las personas, los objetivos son eliminar la pobreza y lograr unas condiciones de salud y educación que garanticen mejoras permanentes en la calidad de vida. En segundo lugar, está la esfera medioambiental relacionada con la sostenibilidad. En tercer lugar, los objetivos de desarrollo están relacionados con la prosperidad, incluyendo el desafío de lograr una mayor inclusión a través del desarrollo digital y la reducción de las desigualdades. En cuarto lugar, está el fortalecimiento institucional, donde la justicia es un factor fundamental en el mundo entero para lograr una paz sostenible. Y, por último, las alianzas que deben hacerse a nivel mundial para lograr todos estos objetivos de desarrollo.

Si todos los países de Naciones Unidas cumplen con estos 17 objetivos y 169 metas, en teoría, en 2030 vamos a tener un mundo totalmente diferente, y en eso está empeñado el gobierno de Iván Duque.

Con relación a los asuntos tributarios, el Ministro de Hacienda ha venido trabajando para lograr que la Ley de



Juan Carlos Mora, Presidente de Bancolombia; Sergio Clavijo, Presidente de Anif; Marta Lucía Ramírez, Vicepresidenta de la República de Colombia; Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif; y César Prado, Presidente del Banco de Occidente.

Financiamiento nos permita, por un lado, corregir el desequilibrio fiscal que encontramos, donde la deuda pública aumentó en 8 puntos del PIB durante los últimos años, pasando del 35% al 43% del PIB; y, por otro lado, corregir los elevados impuestos de las empresas.

Evidentemente, el país tiene todavía un margen amplio para poder aumentar sus recaudos. Por ejemplo, el promedio de recaudo de los países de la OCDE es del 34% del PIB, mientras que en Colombia es apenas del 19% del PIB. Allí el promedio de América Latina es del 22% del PIB y el de Estados Unidos del 26% del PIB. En cuanto al IVA, que ha sido uno de los factores de discusión, su participación dentro del total del recaudo tributario es baja. En Colombia, el IVA es el 24% del recaudo tributario, mientras que en Chile es el 41% y en Perú es el 37%. Eso nos

muestra que tenemos un margen para aumentar el recaudo vía IVA.

En las reglas básicas de la Ley de Financiamiento, la prioridad es mantener el Grado de Inversión, lo cual además requiere de otras reformas como la pensional. Esta Ley tiene que servir, en primer lugar, no solamente para financiar el Presupuesto de 2019, sino que debe lograr un saneamiento de las finanzas públicas en el largo plazo. Además, la Ley de Financiamiento debe promover la competitividad de la economía nacional; simplificar los trámites; garantizar la progresividad, porque tenemos un sistema tributario absolutamente regresivo; y, por supuesto, garantizar la sostenibilidad fiscal en el largo plazo (...).

Con relación a los compromisos de la Vicepresidencia, destacábamos el tema de las mujeres. Lo realmente importante para empoderar a la mu-

jer es darle garantías de seguridad económica. Hoy por hoy, la tasa de desempleo de las mujeres es del 13.7% frente al 10% de la media nacional y el 7% de desempleo de los hombres. Además, en participación laboral, las mujeres llegan a niveles del 53% frente al 75% de los hombres. Más aterrador, las mujeres jóvenes registran una tasa de desempleo del 23%, que es un poco más del doble de la de los hombres jóvenes con igual nivel de educación.

El fortalecimiento del desarrollo económico de la mujer está muy relacionado con el emprendimiento, el cual vamos a apoyar. Hay muchos ejemplos internacionales. Por ejemplo, en Estados Unidos existe una Oficina Federal de Mujeres Propietarias y en las compras públicas se les da un porcentaje adicional en la evaluación a las licitaciones de empresas que son propiedad de mujeres o donde la mayor parte de sus trabajadores son mujeres. También hay centros de negocios de mujeres que operan a nivel nacional y un Consejo Nacional de Mujeres Empresarias, que es un cuerpo consultivo que asesora al Presidente de Estados Unidos.

La lucha contra la corrupción también es fundamental. Tenemos que lograr un país de legalidad, pero además con sentido ético superior. En este tema de corrupción, hay varias estimaciones sobre su costo. El excontralor Edgardo Maya estimaba que ascendía a \$50 billones anuales. Así sea una cifra menor, son recursos valiosos que se podrían destinar a proyectos como hospitales, vías terciarias, entre otros. Por esa razón, esta es una estrategia que tiene que involucrar al gobierno, a la sociedad civil y, por supuesto, a las empresas.

Hemos solicitado el acompañamiento de la OCDE. Creemos que el ingreso

de Colombia a la OCDE es algo positivo del gobierno Santos para tener las mejores prácticas en materia de transparencia. El presidente Duque no solo quiere fortalecer las penas, sino, más importante, evitar la corrupción, para lo cual se requiere mayor transparencia. Esto tiene que ocurrir tanto en el sector público como en el privado.

En la Vicepresidencia también vamos a realizar la misión de ciencia, tecnología e innovación (...). Esto con el objetivo de lograr definir una hoja de ruta que vaya orientada no solo a aumentar los recursos hacia el sector, sino a que la investigación permita una diversificación del aparato productivo, unas mejores cadenas de valor agregado que permitan insertarnos en las cadenas globales y, por supuesto, con mucho énfasis en las industrias creativas.

La Vicepresidencia también tiene a su cargo acompañar el trabajo que está haciendo el Ministerio de Infraestructura y Transporte. Estamos trabajando con la Ministra en identificar los cuellos de botella que nos permitan cuanto antes sacar adelante todos los proyectos 4G y destrabar la infraestructura y desarrollar el sector de transporte que ha sido “la cenicienta” durante todos estos años. Necesitamos una logística y un transporte que reduzcan los costos para la carga de comercio exterior y nos permitan una conectividad nacional que garantice un transporte multimodal. Por eso, también hay una misión para la prospectiva del transporte en Colombia (...).

De tal manera que son grandes los desafíos que tiene nuestro país, pero también son grandes las oportunidades (...). El Pacto por Colombia tiene que ser el compromiso de todos, con una visión de largo plazo. Es la apuesta

que tenemos que hacer para lograr que el país tenga todo su potencial, no solamente en crecimiento económico, sino en desarrollo y en presencia en el mercado internacional.

Otra de las funciones que tiene la Vicepresidencia es trabajar en la celebración del Bicentenario. Yo le comentaba al Presidente y a la Ministra de Cultura que tenemos que celebrar toda la gesta libertadora, pero lo más importante es lograr que el Bicentenario sea una oportunidad para pensar qué somos como Nación y cómo queremos que sea la Colombia del Tricentenario (...).

A Colombia no la podemos dejar en la parálisis. Todos debemos comprometernos en cambiar todos los días, con nuestras acciones, para mostrar que este país puede ser un país seguro, justo, educado, emprendedor e incluyente. Es la Colombia que en 1821 fue capaz de liderar la primera Constitución Republicana en el continente y la que tuvo la capacidad de construir las instituciones políticas que nos han permitido el desarrollo republicano democrático de América Latina, la que está llamada a ejercer un nuevo liderazgo, a reivindicar valores, democracia y libertades tanto para nosotros, como para los hermanos venezolanos.

Como dice Miguel Largacha, hoy tenemos esta obligación de la solidaridad y la necesidad de actuar conforme a lo que en el mediano plazo es indispensable, acabar la presencia de toda la ilegalidad y criminalidad colombiana que está actuando en Venezuela. Así es que tenemos que ser capaces, con ocasión de este Bicentenario, de imaginarnos esa Colombia nueva, y debemos tener la autoridad moral de exigir democracia institucional y lucha contra la corrupción para nosotros y para los otros. 

Palabras del Dr. Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif
en la instalación de la XXXII Asamblea de Anif
Bogotá, octubre 10 de 2018

El estado de la Nación: ¿Cómo acelerar el crecimiento y mejorar la equidad?

Muy bienvenida señora Vicepresidenta de la República, doctora Martha Lucía Ramírez, a nuestra trigésima segunda Asamblea Anual de Anif. Para los afiliados a nuestro Centro de Pensamiento y Gestión es muy grata la oportunidad de tener con usted este diálogo sobre el estado de la Nación que la Administración Duque ha recibido para liderar durante el período 2018-2022. El triunfo de la fórmula presidencial Duque-Ramírez ganó la contienda electoral con una clara votación mayoritaria de más de 10.300.000 colombianos que los apoyamos.

Colombia demanda una recuperación de la senda de crecimiento económico para el bien de todos nosotros. Una tasa de crecimiento del PIB del 4.5% anual nos permite cerrar las brechas de la desigualdad social como ustedes bien lo propusieron durante la campaña. Para ello, es fundamental avanzar en las reformas estructurales que requiere Colombia, algunas de las cuales detallaré más adelante.

De hecho, cabe recordar hoy que, a mediados de 2017, usted, señora Vicepresidenta de la República, en compañía del presidente Duque,

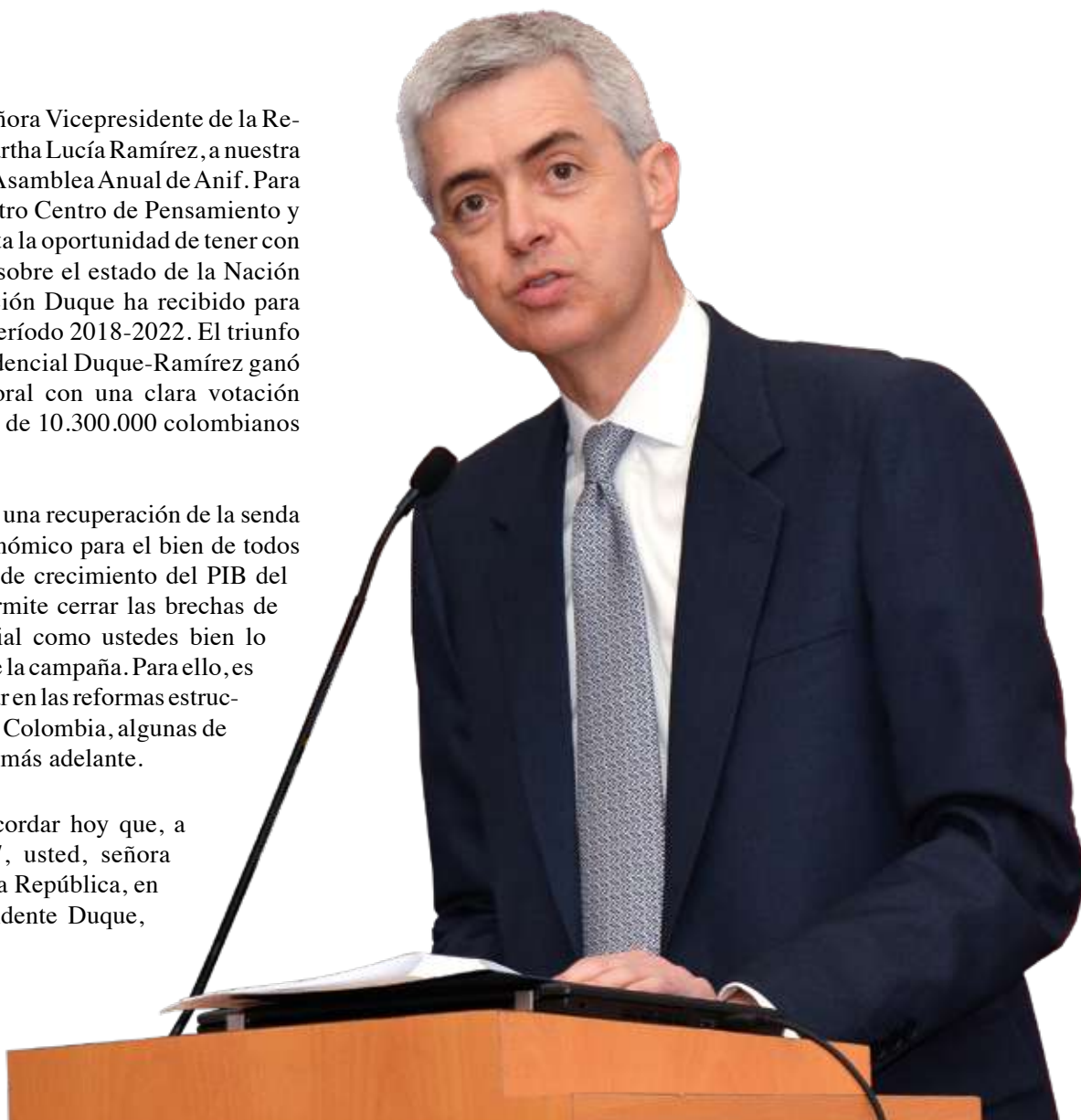


Foto: Tatiana Herrera

tuvieron la deferencia de aceptar la invitación que les hizo Anif a los candidatos presidenciales de entonces para discutir, en un foro similar al que hoy nos convoca, el futuro de Colombia. Ustedes dos dieron muestras del liderazgo que tienen para aspirar al cargo que hoy ostentan.

En ese momento, Anif les deseó suerte en sus campañas electorales y hoy celebramos que esa suma de liderazgo y de una atinada agenda a favor del país se esté encauzando por el camino de consolidar la institucionalidad, aprovechando su capital humano, experiencia y su sincera vocación de servidores públicos.

También nos agrada señora Vicepresidente su pronta recuperación de salud y nos enorgullece recordarle al público aquí presente que fue usted la exitosa directora de Anif hace ya cerca de treinta años, en momentos en que nuestra institución se consolidaba en su tarea de Centro de Investigación, dejando atrás las de tipo gremial que había tenido Anif hasta entonces. Esa fue su cuota inicial de servicio cuasi público, la cual después profundizaría, entre otras, como Ministra de Comercio y también de Defensa. El señor presidente Duque sabe bien, así como nosotros, que estamos en compañía de una Vicepresidenta talentosa y, además, la primera mujer en ese cargo en la historia de Colombia, lo cual todos celebramos.

Dicho lo anterior, la coyuntura actual amerita hacer un breve balance del “estado de la Nación” que ustedes reciben, pues será el punto de partida para avizorar la trayectoria de sus objetivos y los del equipo de Gobierno en frentes como el crecimiento económico, la reducción del desempleo, la

disminución de la informalidad y, en general, la consolidación del proceso de paz por medio de la reducción de la pobreza y el mejoramiento en la distribución del ingreso.

Desempeño macroeconómico reciente

El Dane nos acaba de dar la noticia de una aceleración del crecimiento económico hacia umbrales cercanos al 2.5% anual durante el período enero-septiembre de 2018. El repunte de la industria, el comercio y el agro estará compensando la postración que aún muestran los sectores como el minero-energético, las obras civiles y las edificaciones, dejándonos probablemente con un crecimiento del 2.7% para todo el año 2018. Esta visión de Anif coincide con la cifra de consenso de los analistas y con la del propio Gobierno.

Abrigamos esperanzas de que el renovado optimismo de los hogares y la recuperación de la construcción, apuntalados por buenos precios del petróleo, nos permitirán alcanzar crecimientos superiores al 3.5% durante 2019 y, ojalá, la ansiada senda del 4.5% durante el período 2020-2022.

No obstante, la Administración Duque ha venido mencionando los ingentes esfuerzos que Colombia debe hacer para reducir el desempleo, el cual se perfila hacia un promedio anual del 9.6% en 2018, incrementándose probablemente en +0.2 puntos porcentuales respecto del año anterior, sin olvidar la presión causada por cerca de un millón de venezolanos que hoy piden nuestra solidaridad. También representa un

gran desafío llegar a incrementar la formalización laboral, de tal manera que al menos 2 de cada 3 adultos en edad de trabajar estén cotizando activamente a la seguridad social, en vez de solo 1 de cada 3, como ha venido ocurriendo, con el consecuente impacto en la baja cobertura pensional.

Para navegar en esa dirección de la mayor formalización laboral resulta imperioso continuar reduciendo las cargas no salariales, que aún hoy bordean el 50% frente al 62% que se tenía antes de la Ley 1607 de 2012. Esto seguramente será uno de los objetivos de las reformas laborales que se vienen discutiendo.

Por otra parte, valga decirlo, los índices de pobreza se han venido reduciendo durante los últimos años a niveles cercanos al 28% de la población y los de indigencia al 10%. Sin embargo, bien sabemos que esa combinación de mayor desempleo y la presión proveniente de los inmigrantes venezolanos serán fuentes de tensión adicional en los frentes socioeconómicos y presupuestales, debido a la creciente demanda por mejor atención básica. Recientemente, el Gobierno advirtió que la presión presupuestal de dichos inmigrantes podría bordear los \$5 billones anuales, cifra nada despreciable.

Afortunadamente, el Banco de la República ha vuelto a encontrar la senda del control inflacionario a lo largo del presente año, luego de tres años consecutivos de haber desbordado su rango-meta del 2% al 4%. Este es un factor primordial para reforzar no solo los logros en la lucha contra la pobreza, sino también para mantener la estabilidad macrofinanciera del país.



Una inflación estable cercana al 3% permitirá, por ejemplo, ajustar el salario mínimo legal al finalizar cada año, según esa moderada pérdida del poder adquisitivo y, además, reconocer las probadas ganancias en productividad laboral.

Ajustes estructurales: hacia una mayor competitividad y sostenibilidad fiscal

Un área donde la situación macroeconómica luce más compleja para Colombia es la relacionada con las finanzas públicas, tal como lo ha ido comprobando el equipo económico de la Administración Duque, tras estos primeros meses de empalme.

La situación tributaria amerita acciones como las que entendemos ustedes le estarán planteando al Congreso de la República en las próximas semanas, a través del Proyecto de Ley de Financiamiento. Bien sabemos lo complejo que debe

resultar buscar el equilibrio de las finanzas en momentos en que se tienen tantas presiones de gasto y, al mismo tiempo, se quiere aliviar la carga tributaria corporativa. Esto luce adecuado tras los angustiosos años recientes en los que el pago tributario de las firmas había escalado a niveles exorbitantes del orden del 50%, incluyendo el impuesto patrimonial al capital productivo de las firmas, lo cual mina la competitividad internacional del país, en un mundo cada vez más globalizado.

Sin embargo, en Anif somos conscientes de que el país también requiere elevar la relación Recaudo Tributario/PIB de los actuales niveles del 14% hacia el 16%, tal como lo propuso la última Comisión Tributaria Independiente.

En paralelo, pronto deberán empezar a dar fruto los avances que se han hecho en el intercambio de información tributaria en el marco del FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*) con Estados Unidos y con la OCDE, para luchar más eficazmente contra la evasión tributaria. A su vez, urge

Asamblea de afiliados a Anif 2018:

Helena Hidalgo, Secretaria General de Anif; Alejandro Vera, Exvicepresidente de Anif; Héctor Andrés Pérez de Adminnegocios; Juan David Correa, Presidente de Protección; Hernando Álvarez, Presidente de Arroba Inversiones; Álvaro Jaramillo, Presidente de Citibank; Germán Salazar, Vicepresidente Internacional del Banco de Bogotá; Ignacio Zuloaga, Vicepresidente del Banco de Occidente; Juan Carlos Mora, Presidente de Bancolombia; Alejandro Figueroa, Presidente del Banco de Bogotá; Sergio Clavijo, Presidente de Anif; Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif; Nelson Vera, Vicepresidente de Anif; María Lorena Gutiérrez Botero, Presidente de Corficolombiana; Jorge Julián Trujillo, Socio Consultor de Valor y Estrategia; Jaime Upegui, Presidente del Scotiabank-Colpatria; César Prado, Presidente del Banco de Occidente; Jorge Rojas, Vicepresidente de Banca de Empresas del Banco Davivienda; y Mauricio Rosillo, Vicepresidente Jurídico de Bancolombia.

modernizar a la Dian, dotándola de las últimas herramientas digitales y de gestión para aumentar su eficiencia y eficacia.

El otro frente de trabajo fiscal debería focalizarse en la optimización del gasto público, donde, por ejemplo, países cercanos como México, Argentina y Brasil nos han ido demostrando la insostenibilidad de un Estado simplemente asistencialista. Resulta fundamental reducir los tributos de destinación específica y también agilizar las reformas de tipo pensional y laboral para aliviar la creciente carga de una seguridad social que se ha venido apoyando de manera excesiva en los subsidios estatales. A su vez, la infraestructura requiere de un vigoroso impulso para acelerar su adecuada dotación y así mejorar la productividad y competitividad del país.

Señora Vicepresidente, es primordial para Colombia conservar su Grado de Inversión internacional y continuar con las mejores políticas de manejo macroeconómico que redundan en beneficio de todos los colombianos. La estrategia “Estado Simple, Colombia Ágil”, lanzada recientemente por el Gobierno buscando simplificar trámites y reducir la burocracia administrativa en pro de lograr un país más competitivo, apunta en la vía correcta.

Anif, por voluntad de su Consejo Directivo, ha venido preparando durante el último año detalladas propuestas de reformas estructurales en los frentes tributario, laboral y pensional. Próximamente también divulgará su visión sobre las reformas a la Rama Judicial, recogiendo el importante debate que se ha venido profundizando a raíz de

la consulta popular anticorrupción, la cual infortunadamente quedó un 4% por debajo del umbral requerido en votación.

En este frente anticorrupción, Anif ha propuesto acciones para reforzar las instituciones de la Rama Judicial tan amenazadas, entre otras, por el gigantesco incremento de los cultivos ilícitos. Recordemos que hace dos años nos acompañó en este foro el fiscal Néstor H. Martínez, y el año pasado lo hizo el procurador Fernando Carrillo. También ha sido estimulante el acompañamiento académico que nos ha brindado la Corporación Excelencia en la Justicia, entidad que bajo la dirección de la hoy Ministra de Justicia, Gloria María Borrero, precisamente ganó el premio bienal Luis Carlos Sarmiento Angulo por sus iniciativas en esta materia. A ella también le deseamos éxitos en su gestión y le ofrecemos el apoyo de acompañamiento en el impulso de dichas reformas.

Aprovechando esta convergencia de ideas y acciones anticorrupción, de la que la Administración Duque se ha convertido en abanderada, queremos expresar nuestro apoyo a los esfuerzos que ustedes en el Gobierno vienen haciendo por buscar *un gran pacto nacional* que nos permita revitalizar nuestra democracia.

El país está haziado de la malversación de los recursos públicos y de allí la oposición a la mayor tributación o a las contribuciones a la seguridad social, pues perciben -a veces erradamente- que todos esos recursos se dilapidan. Si lográramos entre todos articular una especie de Pacto tipo Moncloa, como el de la España de 1977, entonces se mejorarían nuestras instituciones y su gobernabilidad.

Este es el sentir de los casi 11.5 millones de votantes de la consulta popular del pasado 27 de agosto. El fin de la “mermelada” es un clamor nacional, elevando el nivel de las relaciones Ejecutivo-Congreso a las verdaderas necesidades de Colombia. El gobierno Duque-Ramírez puede pasar a la historia reconociendo el propósito más loable de la política: “servir a los demás sin anteponer los propios intereses”.

En resumen, señora Vicepresidente, este nuevo Gobierno ha hecho bien al enfocarse en recuperar la confianza ciudadana y en lograr un mejor entendimiento nacional para ganar gobernabilidad institucional que le permita, en el corto plazo, afianzar la recuperación económica. Cuatro años lucen como un largo período, pero sabemos lo corto que habrá de resultar cuando se tienen tantos frentes de trabajo.

Con esa confianza a mano, hacemos nuestros mejores votos para que ojalá los partidos políticos sirvan de vehículo para impulsar la agenda de reformas que habrán de acelerar el crecimiento económico, reducir el desempleo, mejorar la equidad y, al mismo tiempo, hacernos más competitivos a nivel global. Todo ello estará pronto definiendo la sostenibilidad económica y fiscal de un país que, como Colombia, necesita superar “la trampa del ingreso medio” y avanzar hacia un nuevo capítulo de bienestar.

Cuenten ustedes, la Administración Duque-Ramírez, con nuestro decidido apoyo desde este Centro de Pensamiento para ayudarlos a transitar por este exigente camino.

Muchas gracias. 

(... DONDE ANIF SE PARAPETA PARA ESCUDRIÑAR LA **AGENDA DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS**)

El valioso filósofo: La odisea de A. O. Hirschman *

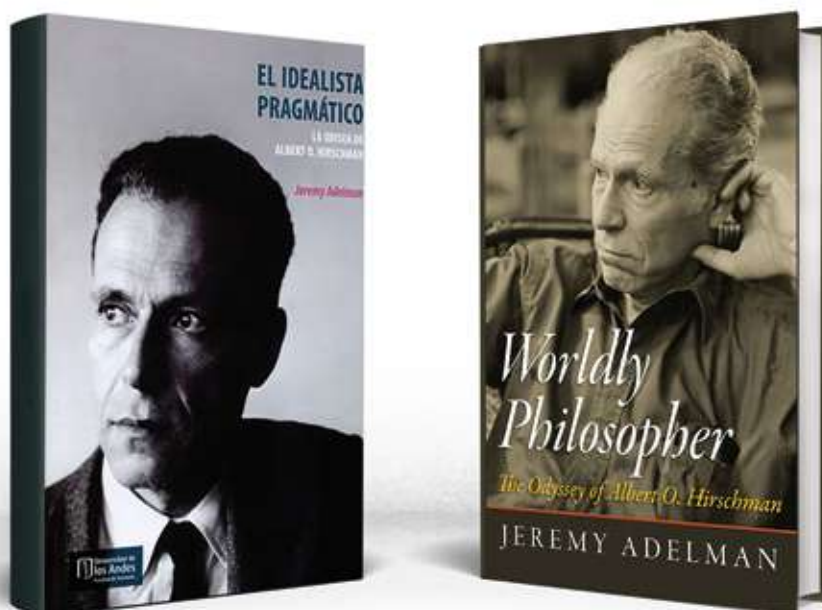
Libro escrito por: Jeremy Adelman

Comentado por: Sergio Clavijo

Esta magnífica y extensa obra merece no una, sino dos reseñas. La primera ya fue provista por nuestro colega José Leibovich (2017). Allí José reseña la odisea que fue para Albert Hirschman (1915-2012) enfrentar la opresión nazi en el Berlín de los años treinta, cuando se perseguía a las familias judías, independientemente de su buena posición social (su padre era un destacado médico).

En su huida, Albert apoyaría las resistencias antifascistas en Italia, Francia, España y en el Norte de África, donde ser políglota era un activo muy valioso (Albert hablaba cinco idiomas). Esta condición lo llevaría a hacer de traductor en el primer juicio público hecho a criminales de guerra nazi en Roma en 1945.

Su condición de alemán, pro democracia, pero con historial de centro-izquierda, haría a Hirschman víctima del Macartismo en Estados Unidos durante los años 1945-1950 (tal como le ocurriría también al canadiense Luchlin Currie). El FBI lo pondría en “modo-restricción” y



* J. Adelman (2013), *Worldly Philosopher: The Odyssey of Albert O. Hirschman* (Princeton University Press).

truncaría su carrera de economista, con importantes ascensos ya concedidos, primero en la Reserva Federal (Fed) y, posteriormente, en el Departamento del Tesoro de Estados Unidos en Washington DC.

Así, ambos (Hirschman y Currie) terminarían accidentalmente fraguando buena parte de sus ideas socioeconómicas en nuestro país alrededor del conocido Plan Colombia que impulsaba el Banco Mundial a principios de los años cincuenta. Valga decirlo aquí, mi madre, recién llegada a Colombia, procedente de Chicago en 1946 y graduada como socióloga, fue la primera asistente de Currie en 1949 (ver Vergara, 1996).

Lo mucho que quiso Albert a Colombia y las principales lecciones que de aquí extrajo ya fueron bien relatadas por José Leibovich. Resaltemos simplemente la gran importancia que tendría en toda su carrera profesional la idea de que resultaba algo fútil pensar en planificaciones centrales, cuando la realidad indicaba que estarían en juego muchos factores microeconómicos y sociológicos difíciles de imaginar desde el gobierno central.

Hirschman se opondría a la aplicación de leyes generales como las que entonces imaginaba el Banco Mundial y se inclinaría por experiencias micro-fundamentadas y que tuvieran en cuenta las realidades culturales donde se desarrollarían los proyectos. Curiosamente, su antídoto antimultilaterales sería la promoción de múltiples *think-tanks* en América Latina, bajo el auspicio de la Fundación Ford, incluyendo aquí Fedesarrollo (Colombia), Cebrap (Brasil), Torcuato Di'Tella (Argentina), Cieplan (Chile), Colegio (México), entre otros (ver págs. 473ss).

En esta segunda reseña sobre la vida-obra de Hirschman nos centraremos en recapitular sus principales contribuciones a la “eco-

nomía-política” del desarrollo. *Tal vez su aporte más destacado tuvo que ver con la “teoría” sobre la dinámica social y la forma en que ocurren los cambios sociológicos, resumidos en su conocido libro Salida, voz y lealtad (1970).* Tras pensar por años por qué algunos procesos socioeconómicos toman tanto tiempo en avanzar y concretarse (tal como lo observó en Colombia y Nigeria), Hirschman llegó a la conclusión de que el problema era que para ser exitoso se requiere un equilibrio gerencial difícil de alcanzar, especialmente en países emergentes.

Hirschman se opondría a la aplicación de leyes generales; se inclinaría por experiencias micro-fundamentadas y que tuvieran en cuenta las realidades culturales; su antídoto antimultilaterales sería la promoción de múltiples *think-tanks* en América Latina.

De una parte, están los que impulsan el proyecto “vociferándolo” (pero sin ahogarlo) y, de otra parte, están aquellos que ponen presión a través de amenazar con “salir de la causa” si esta no muestra avances significativos. Ese equilibrio se manifiesta, en últimas, en tener “lealtad sincera” con el proyecto, hasta que este florece.

Curiosamente, si los detractores les ganan el pulso a quienes lo promueven, se tiene el riesgo de la “fracasomanía” de los proyectos; pero si los “voceros” no hacen lo requerido para que este avance, aquellos con la mayor lealtad al proyecto serán los primeros en abandonarlo (siendo estos usualmente los más capaces, lo cual reforzaría dicha “fracasomanía”), ver págs. 624ss.

Es claro que este aporte está más cerca de la sociología o de la psicología de masas que de la economía ortodoxa. De hecho, estas ideas se le ocurrieron durante su estadía en el departamento de psicología de la Universidad de Stanford, en 1968, y con la ayuda de su amigo Shura. De allí que muchos en la profesión económica (al menos durante los años ochenta y noventa) vieran a Hirschman como un sociólogo, interesado en la “economía-política” de los procesos, más que como un economista (págs.614ss).

Lo paradójico es que el propio Albert, quien se ufana de su visión iconoclasta, mostraría poco entusiasmo (¿celos?) cuando le otorgaron el Premio Nobel de Economía a A. Lewis en 1980, quien también era visto en la época como otro heterodoxo, ver Tignor (2006). En efecto, aunque Albert por fin veía que la profesión reconocía la importancia de pensar el desarrollo económico como una rama “no puramente económica”, discrepaba con Lewis en la importancia que este le daba a la planificación (lo cual el propio Hirschman le había criticado a Currie en Colombia).

Ahora bien, los enfoques económicos han seguido cambiando y expandiéndose a las áreas jurídicas y psicológicas de forma notoria en las tres últimas décadas. Es bastante probable que si el comité que selecciona los premios Nobel de Economía hubiera examinado la obra de Hirschman con los mismos ojos con que se han evaluado las obras más

recientes de Kahneman (Nobel de 2002) o de Thaler (Nobel de 2017), entonces le habrían reconocido su tarea pionera en materia de “teorías del comportamiento” de masas (ver Lewis, 2017).

Se dice que, en 1989, Albert estuvo cerca de llegar a dicho premio Nobel y seguramente han debido otorgárselo en compañía de Mancur Olson, el gran teórico de las “acciones colectivas”. Albert también tenía una rencilla con Olson al concluir que este último era excesivamente pesimista sobre las posibilidades de avanzar en acuerdos sociales, pues sentía que “las minorías” podían ejercer una especie de dictadura gracias a su mejor capacidad organizativa.

En el debate sobre dónde se concentran los aportes a la “ciencia económica”, Albert enfrentó fuertes enemigos (indirectos) en cabeza de la escuela de Chicago (Friedman y Becker). Curiosamente, en esa misma escuela tuvo uno de sus mejores aliados (indirectos) gracias a los aportes de Hayek, quien analizaba ni más ni menos que los principios de la democracia y la teoría de las masas, ver Wapshott (2012). Entre los economistas más conocidos recientemente, claramente Krugman no gustaba del enfoque de Hirschman, mientras lo defendieron ampliamente A. Sen (premio Nobel 1998), Sachs y Rodrik.

Otro de los grandes aportes de Hirschman (en 1973) tuvo que ver con el llamado “efecto túnel”, también relacionado con la dinámica de los procesos sociales (Anif, 2006). Albert hacía la analogía entre progreso social y la situación que experimentan los conductores de automóvil esperando pasar un túnel. En efecto, el concepto de prosperidad depende del grado de tolerancia que muestran los pueblos (según sus diferencias culturales-institucionales) al grado de desigualdad. Si el “efecto cascada” de la aceleración económica para

mejorar el empleo y el ascenso en la escala social toma demasiado tiempo, la gente se impacienta como los conductores que están en un túnel y notan que los carriles vecinos son los que avanzan. Y se preguntan: ¿será que mi turno de avance vendrá pronto y que ya veré la luz al final del túnel? ¿O acaso debo considerar abandonar este “carril de lo institucional” para avanzar más rápido por otras vías revolucionarias?

Otro aporte de Hirschman tuvo que ver con el llamado “efecto túnel”, donde hacía la analogía entre progreso social y la situación que experimentan los conductores de automóvil esperando pasar un túnel.

Las respuestas a estos interrogantes definen actualmente la consolidación de las democracias o las revueltas antiestablecimiento que hoy pululan, hasta en el mundo desarrollado (conocidos como los efectos “Brexít”, Trump o Bolsonaro en Brasil). En últimas se trata de encontrar equilibrios que jueguen a favor de la clase media, que es el pivote de la democracia.

¿Será que en Colombia vamos por la vía de la fracasomanía o de la “posibilidad”? ¿Estamos más cerca de la opción Olson o de la opción Hirschman? Claramente, Argentina y Brasil han estado más cerca de Olson, mien-

tras que Chile dio un giro histórico a favor de Hirschman después de que él mismo experimentara el duro tránsito Allende-Pinochet-Alwin durante 1973-1990. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2006), El “Efecto Túnel” y la lucha contra la pobreza (*Informe Semanal* No. 849 de septiembre).

Leibovich J. (2017), Comentario a *La Odisea de A. O. Hirschman* en revista *Carta Financiera* No. 179 (septiembre, 2017) http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_jose_leibovich.pdf).

Lewis M. (2017), *The Undoing Project* (W. W. Norton & Company, New York - London); ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_178_lewis.pdf

Tignor R. L. (2006), *W. Arthur Lewis and the Birth of Development Economics* (Princeton University Press); ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/tignor_0.pdf

Vergara Delfina de Clavijo (1996), “De Macondo, pasando por Chicago...” *Revista Estrategia Económica y Financiera* No. 232 (marzo 15-31).

Wapshott N. (2012), *Keynes – Hayek: The Class That Defined Modern Economics* (W. W. Norton & Company, New York - London); ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_179.pdf