

+ **Reflexiones y comentarios a propósito de**
la finalización de los acuerdos de Basilea III

+ **Poder de mercado bancario y costos de**
financiamiento de las firmas

+ **Retos en la financiación de**
infraestructura en Colombia

+ **Entrevista a Juan Gonzalo Flores**
Gerente encargado de IFC para Colombia,
Bolivia, Ecuador, Perú y Venezuela

financiera

carta

186

JUNIO 2019

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Lo “esencial” de la **REFORMA PENSIONAL** en Colombia

**SUBSIDIOS A
POBRES**
0.5%
del PIB

**SUBSIDIOS A
RICOS**
4.2%
del PIB

Colombia
Mayor

0.2

Familias
en Acción

0.3

Regímenes
especiales
+FOPEP

2.5

Colpensiones

1.4

Otros

0.3

COL \$15.000

ISSN 0120-3436



DESBALANCE SOCIAL

COORDINADORA

MENSAJERÍA PAQUETES MERCANCÍAS

Nos comprometimos
a mejorar la calidad del aire.



www.coordinadora.com / Siguenos en:



#MOVIMIENTO AZUL



No.186 Junio de 2019
**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
MACRO-FINANCIERAS Y PYME
Ekaterina Cuéllar

JEFE DE INVESTIGACIONES
MACRO-FISCALES
Juan Sebastián Joya

INVESTIGADORES ANIF
Daniel Beltrán
Cindy Benedetti
Carlos Camelo
Juan David Idrobo
Juan Diego Londoño
Andrea López
Tatiana Montero

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

CARÁTULA:
Tatiana Herrera

IMPRESIÓN
Prisma Impresores

GERENTE GENERAL
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel. 307 32 95
Cel. 310 561 7197

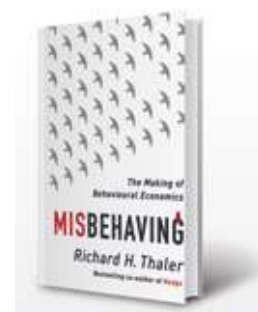
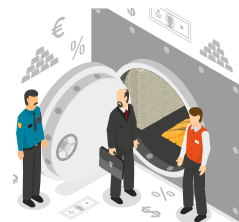


SUSCRIPCIONES
Rocío Vallares

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
Biblioteca Virtual: www.anif.co/Biblioteca
Página web: www.anif.co

Se prohíbe la publicación parcial o total
de los artículos de **Carta Financiera**
sin previa autorización.



Sumario Junio de 2019

EDITORIAL

- 3 El plan B-fiscal de la Administración Duque:
¿Las privatizaciones?**

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 8 Lo “esencial” de la Reforma Pensional en Colombia**
Sergio Clavijo, Nelson Vera, Ekaterina Cuéllar y Juan Sebastián Joya
- 16 Reflexiones y comentarios a propósito de la terminación
de Basilea III: 45 años del Comité de Supervisión
Bancaria de Basilea**
Jorge Arturo Saza G.
- 24 Poder de mercado bancario y costos de financiamiento
de las firmas: evidencia con datos a nivel de banco
y de préstamo**
José E. Gómez-González, César E. Tamayo y Óscar M. Valencia
- 34 La persistencia de la coca en Colombia: el suplicio de Sísifo**
Ricardo Rocha García
- 42 Retos en la financiación de infraestructura en Colombia**
Carlos Fradique-Méndez y César Felipe Rodríguez Parra

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 50 Desempeño bancario en Colombia y sus desafíos
2019-2020**
- 56 La ilusión del PIB-real per cápita elevado
(...costos de carecer de fondos de estabilización)**
- 62 Orden público y posconflicto en Colombia**

NOTAS DESTACADAS DEL MERCADO DE CAPITALES

- 68 Mercado de Capitales y financiamiento público territorial**

ENTREVISTA

- 76 Juan Gonzalo Flores**
Gerente encargado de IFC para Colombia, Bolivia, Ecuador,
Perú y Venezuela

TORRE DE MARFIL

- 81 Creando la economía del comportamiento: ...Neceando**
Libro escrito por: Richard H. Thaler
Comentado por: Sergio Clavijo

El plan B-fiscal de la Administración Duque: ¿Las privatizaciones?

El mercado y las calificadoras de riesgo han venido reaccionando negativamente frente al relajamiento de la Regla Fiscal que autorizó su Comité Consultivo en la sesión de abril de 2019. A este respecto, Anif señaló que preocupa ese relajamiento en las metas del déficit fiscal de Colombia, al añadir un +0.4% del PIB durante el período 2019-2022, y llegando a un total del +2% del PIB de mayor déficit fiscal acumulado respecto del ejercicio presentado en marzo de 2017 (ver *Comentario Económico del Día* 2 de abril de 2019).

Más aún, Colombia ha venido incrementando sistemáticamente su nivel de endeudamiento público, acumulando un +12% del PIB durante la última década, y actualmente registrando niveles de deuda bruta del 50% del PIB a nivel del Gobierno Central y de casi el 60% del PIB a nivel consolidado. Por eso, las calificadoras de riesgo ya han expresado su preocupación por estos elevados niveles de deuda, desbordando en casi 10 puntos porcentuales (pp) del PIB los referidos a países que se ubican dos escalones por encima del Grado de Inversión.

La aplicación de la llamada cláusula de escape por cuenta de la crisis migratoria venezolana viene a “distraer” el debate público sobre la verdadera causa del deterioro fiscal: i) la inflexibilidad a la baja del gasto público operativo (lleván-

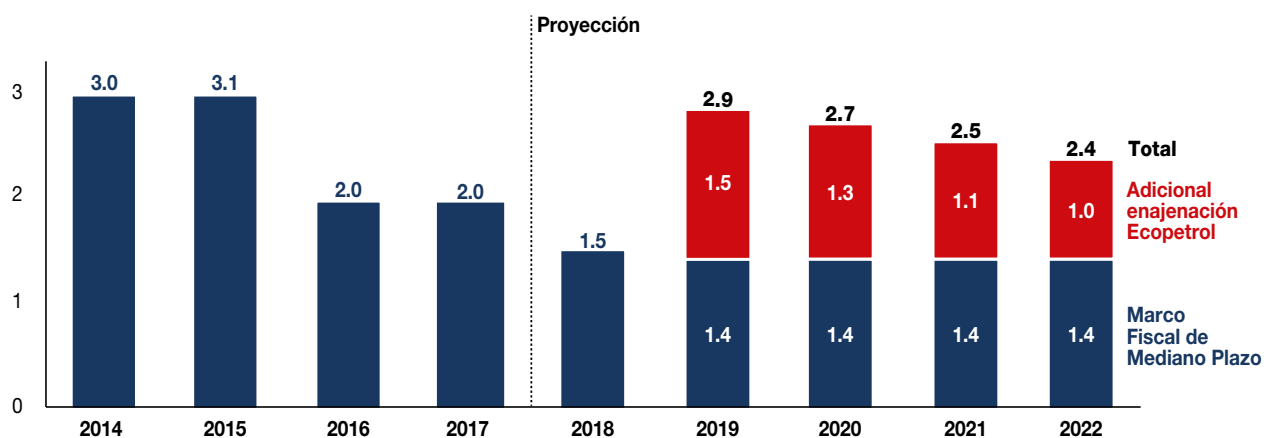
dose entonces la inversión pública a solo un 1.2% del PIB, la referida a Formación Bruta de Capital Fijo), ver gráfico 1; y ii) el fracaso de la Ley 1943 de 2018 en su intento de extender la tasa del IVA del 19% a un significativo grupo de bienes-servicios (que continúan a tasas del 0% o del 5%), perdiéndose potencial recaudo por un 0.7% del PIB.

Así, el recaudo tributario de Colombia se mantiene estancado en apenas un 14% del PIB y, peor aún, irá descendiendo hacia el 13% del PIB debido a los excesivos alivios tributarios corporativos. Todo esto le ha dejado al mercado, y a las calificadoras, un balance de pérdida de credibilidad sobre la sostenibilidad de la deuda pública de Colombia, por cuenta de la excesiva “discrecionalidad” en la aplicación de dicha “Regla Fiscal”, (ver Credit Suisse, 2019).

Ante la falta de un plan-B, el gobierno ahora nos dice que la salvación provendría de: i) el mayor recaudo resultante de la lucha anti-evasión de la Dian (aunque los resultados de su reforma difícilmente se verán antes de 2 años); ii) el congelamiento de unos \$7 billones de gasto (lo cual luce difícil frente a la escalada de los paros de maestros e indígenas, y de las dificultades del sector cafetero); y iii) un programa de enajenaciones de activos públicos, donde el Ministerio de Hacienda señala un potencial de hasta \$30 billones durante 2019-2022.

En particular, ha venido discutiéndose la posibilidad de enajenar un 8.5% adicional de Ecopetrol (Ley 1118 de 2006), reduciendo su propiedad pública al 80%. También se contemplan enajenaciones donde la participación pública es inferior

**Gráfico 1. Inversión pública - Gobierno Nacional Central
(% del PIB)**



Fuente: Fasescolda.

al 49%, habilitando inclusive ventas directas (o a través de CISA), amparadas en el artículo 43 del Plan Nacional de Desarrollo (que modifica los topes del 10% vigentes según la Ley 1753 de 2015). Si bien ello va en la dirección correcta de plegarse a las recomendaciones de la OCDE frente a esas inversiones “no-estratégicas”, su venta tan solo aportaría unos \$2.5 billones (0.2% del PIB).

Como se ve, el plan-B fiscal de la Administración Duque en realidad solo cuenta con la opción de privatizaciones en activos sustantivos como los de Ecopetrol, Cenit e ISA. Esas opciones más “probables” podrían allegar recursos por cerca del 3% del PIB, de lograrse su aprobación completa (aunque ello luce poco factible por cuenta del bajo capital político de la Administración Duque), ver cuadro 1. Sin embargo, Anif ha venido mencionando que *esos recursos de las privatizaciones no deberían dilapidarse en gasto operativo, sino aplicarse al financiamiento de infraestructura (repetiendo*

el buen expediente de lo hecho con los recursos de la privatización de Isagen al capitalizar la FDN).

En estos temas de infraestructura, Anif ha venido repitiendo el siguiente moto: “para obras extraordinarias de infraestructura, se requieren recursos extraordinarios provenientes de la enajenación de activos del Estado”. Hace precisamente una década identificamos que ellos deberían provenir de dichas ventas de activos estatales (principalmente Ecopetrol e Isagen), ver *Informe Semanal* No. 988 de agosto de 2009.

Venta de activos públicos

En el Reporte Anual de Empresas de la Nación de junio de 2018 se hablaba de 109 empresas. El valor total de activos con participación pública directa ascendía a \$254 billones (26% del PIB de 2018). Sin embargo, las inversiones del gobierno, según su valor patrimonial, alcanzaban

los \$70 billones (7% del PIB de 2018). Pero, oh sorpresa, ahora la Administración Duque nos reporta que el valor de las participaciones públicas en dichas empresas ronda los \$160 billones (16% del PIB de 2018), prácticamente duplicando el valor reportado por la Administración Santos. Pero, nuevamente, “lo materializable” de esas ventas está en cabeza de unas pocas entidades, como lo veremos a continuación.

Ecopetrol

Fasescolda (2018) lideró la idea de enajenar una porción adicional de Ecopetrol (aunque el Consejo Gremial decidió no estudiar tan sensata propuesta). En particular, se procedió a estimar su valor en función del precio de largo plazo del petróleo (US\$60 a US\$80/barril-Brent) y del costo del capital utilizado (WACC, del 12% al 15%), concluyendo que el valor actual de Ecopetrol estaría entre US\$45.000 millones y US\$58.000 millones (equivalente al 14% o al 18% del PIB actual de Colombia).

Cuadro 1. Principales prospectos de privatizaciones

	2000-2018		2019-2022		
	\$ billones de 2018	% del PIB	\$ billones de 2018	% del PIB	% a enajenar
1. Energía					
Isagen	9.1	0.9	---	---	---
Interconexión Eléctrica-ISA	0.5	0.1	6.5	0.6	51.4
Electrificadoras regionales	1.5	0.2	1.8	0.2	---
2. Hidrocarburos					
Ecopetrol	8.4	0.8	12.3	1.2	8.5
Cenit	---	---	9.5	1.0	50.0
3. Total	19.5	2.0	30.1	3.0	

Fuente: elaboración Anif con base en BVC, Fasecolda y MHCP.

Esto quiere decir que si lo que se ofrece en venta es el 8.5% de este total, se estarían obteniendo recursos entre unos US\$3.850 millones y US\$4.900 millones (equivalentes al 1.2% o al 1.6% del PIB de 2019). Ello es ligeramente superior a los US\$3.200 millones que se vienen mencionando en los últimos meses (equivalentes a unos \$10 billones), ver *Informe Semanal* No. 1446 de febrero de 2019. Este monto resulta adecuado para entrar a compensar los faltantes de financiamiento de la segunda y tercera ola de infraestructura 4G, con el beneficio adicional de no comprometer el control de la Nación sobre este activo estratégico.

Otra razón para pensar en la enajenación de acciones de Ecopetrol tiene que ver con sus dificultades para optimizar su operación. Son bien conocidos los constantes sabotajes a los que son sometidas sus instalaciones, donde la Fiscalía ha tenido que intervenir seriamente para atajarlos; también se sabe que, a pesar de los progresos, sus esquemas de contratación siguen siendo deficientes, y claramente su experticia técnica aún deja que desear.

Por último, es importante resaltar que, si los precios del petróleo logran mantenerse en el rango actual de US\$67-70/barril-Brent, estaríamos en un relativo buen momento para proceder en esta dirección de venta del 8.5% del valor de Ecopetrol, con alta probabilidad de obtener valores equivalentes al 1.2% del PIB. Más aún, si se tienen en cuenta las buenas noticias adicionales en los frentes de: i) recientes repuntes en la producción hacia niveles cercanos a los 900.000bpd; y ii) algunos pilotos de *fracking* en el Magdalena Medio, aunque la aprobación formal de dicha técnica luce aún algo emproblemada.

Interconexión Eléctrica (ISA)

En 2001, se había enajenado el 26% del valor total de la firma, quedando actualmente un 31% en manos del sector privado. Al precio actual de la acción de ISA (\$15.880, la cual se ha valorizado a ritmos del 1.2% durante 2010-2018), la valoración por capitalización de mercado rondaría los \$18 billones (1.8% del PIB de 2019).

Sin embargo, ejercicios realizados por bancas de inversión en años recientes sitúan dicha valoración más cerca de los \$13 billones (1.3% del PIB, equivalente a unos US\$4.086 millones). Si se procediera a vender el remanente 51% de propiedad pública (sin contar la propiedad de EPM, con una participación total cercana al 10%), el Gobierno Nacional recibiría unos \$6.6 billones (US\$2.100 millones, equivalentes al 0.6% del PIB). Estos recursos se sumarían a aquellos destinados a la modernización de la infraestructura vial del país en sus corredores centrales.

El buen ejemplo reciente de Isagen (duplicando sus utilidades bajo el manejo del fondo Brookfield) debería hacer algo más fácil rebatir el argumento político de una supuesta amenaza a la soberanía energética de la enajenación de ISA.

Quizás la única diferencia para tener en cuenta en el caso de ISA es la característica de monopolio natural que presenta el eslabón de transporte de energía eléctrica a nivel nacional

(vs. el caso de mayor competencia en la generación de energía en Isagen). Deberá debatirse entonces el grado en que ISA es un activo estratégico para la Nación, aunque incluso en ese caso hay ejemplos de experiencias favorables de la operación del sector privado en ese tipo de activos (como Promigas en su transporte de gas en el norte del país). Deberá sopesarse, además, la ventaja de un mayor ritmo de inversiones bajo el sector privado en ISA, con miras a la renovación de la infraestructura eléctrica en algunas regiones del país.

Cenit

También debe el gobierno analizar la conveniencia de enajenar el componente de transporte de crudo de su filial Cenit. Las valoraciones de Cenit datan de unos cuatro años atrás, sugiriendo valores del orden de los US\$8.000 millones cuando los

precios internacionales y las reservas petroleras de Colombia eran superiores a las de hoy. Seguramente, una actualización de dicha valoración de Cenit arrojaría montos en el rango US\$4.000-6.000 millones, dadas esas menores reservas petroleras de Colombia y precios internacionales del petróleo más bajos. Así, una venta del 50% de Cenit podría alcanzar unos US\$3.000 millones.

Esta enajenación tiene la bondad de presentar menos resistencia en la opinión pública y, a la vez, allega recursos similares a los correspondientes a la enajenación de Ecopetrol. Si bien el transporte de crudo también tiene características de monopolio natural, la participación pública del 50% en manos del Estado, así como el poder de negociación que tendría Ecopetrol en el eslabón de producción, deberían aminorar las preocupaciones por potencial concentración del mercado.

¿Cómo se deberían manejar los recursos provenientes de las enajenaciones? (a manera de conclusión)

En lo que respecta a la destinación de los recursos provenientes de este potencial paquete de enajenaciones (por cerca del 3% del PIB), tenemos a mano el buen ejemplo de asignación de recursos a infraestructura provenientes de la enajenación de Isagen bajo Santos II (aunque con algo de tardanza respecto de la propuesta original de Anif en 2009, ver cuadro 2). En efecto, la venta del remanente del 57% de Isagen generó US\$2.500 millones a favor del gobierno (duplicando en su venta el multiplicador Ebitda hacia 14 veces) y la totalidad de esos recursos se destinaría a fortalecer el apalancamiento de la FDN (ver *Informe Semanal* No. 1348 de enero de 2017).

Cuadro 2. Efectos macroeconómicos y externos de la enajenación de Isagen (2016)

			Con enajenación Isagen (1)	Sin enajenación Isagen (2)	Diferencia (3) = 1 - 2
Sector externo	Déficit Cuenta Corriente	US\$	12.559	9.559	+3.000
		% del PIB	4.5	3.5	+1.0
	Inversión Extranjera Directa (IED)	US\$	12.000	9.000	+3.000
		% del PIB	4.3	3.3	+1.0
Sector real	Reservas Internacionales (RIN)	US\$	46.675	43.675	+3.000
		% del PIB	16.5	15.5	+1.1
		RIN/CC	3.7	3.5	+0.2
		RIN/(CC + amort.)	1.37	1.26	+0.11
Sector real	Importaciones	US\$	42.912	39.912	+3.000
		Var. anual (%)	-17.7	-23.5	N.A.
Deuda	PIB-real	Var. anual (%)	1.8	1.2	+0.6
	Deuda Externa (Pública + Privada)	% del PIB	40.9	41.9	-1.0
	Deuda Pública Consolidada (Interna+Externa)	% del PIB	51.7	52.7	-1.0

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

El acierto técnico de Santos II provino de utilizar la totalidad de los recursos de la enajenación de Isagen para el financiamiento de infraestructura (\$5.8 billones, después de destinaciones por Ley al Fonpet). Allí lo primero que hay que aclarar es que dar uso efectivo a dichos recursos requirió toda una serie de trámites legales, razón por la cual esos dineros entraron inicialmente a la llamada “Cuenta Especial del FONDES” en la Tesorería de la Nación. Posteriormente (mediados de 2016), se realizó la capitalización de la FDN bajo la forma de la emisión de bonos subordinados por \$2.5 billones, los cuales fueron adquiridos mediante oferta privada por dicha Cuenta Especial. La bondad del uso de dichos instrumentos radicó en su contabilización dentro del patrimonio técnico (Decreto 2392 de 2015), pero sin diluir la participación del 32.5% de los demás accionistas de la FDN (IFC, CAF y el banco japonés Sumitomo). Dicha FDN recibiría nuevas rondas de capitalización, con recursos provenientes de la venta de Isagen, por \$2.7 billones al cierre de 2016 y por \$700.000 millones en 2017.

Dado todo lo anterior, nos sorprenden los recientes rumores sobre usos parciales de dichos dineros para gasto corriente (por encima de la línea), lo cual iría en contravía de los mensajes que la misma Administración Santos esgrimiera en ese entonces.

Ojalá que la Administración Duque no termine por imponer “la fungibilidad” de los recursos públicos en su paquete de enajenaciones 2018-2022, desviando los recursos obtenidos hacia gasto operativo-recurrente. Ello no solo sería contraproducente en términos de responsabilidad fiscal, sino que contrariaría el espíritu de la Regla Fiscal sobre el tratamiento de esos recursos. Lo que debe quedar claro es que este tipo de medidas no será la “tabla salvadora” a las afugias fiscales que afronta el país, debiéndose avanzar en los frentes estructurales tributarios, laborales y pensionales, *so-pena* de arriesgar Colombia la degradación de un peldaño en nuestra calificación crediticia en horizontes de doce meses, dejándonos en el “simple Grado de Inversión” (plegándose Fitch, y eventualmente Moody’s, a lo actuado por S&P en 2017). 

No todos tus trabajadores necesitan lo mismo de su Administradora de Riesgos Laborales

En **Colmena ARL** somos un equipo dedicado a conocer a fondo tu empresa y a tus trabajadores. Ofrecemos soluciones de aseguramiento que atienden las verdaderas necesidades para lograr una gestión efectiva del riesgo.



Colmena Seguros S.A.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

VIGILADO

Síguenos en:



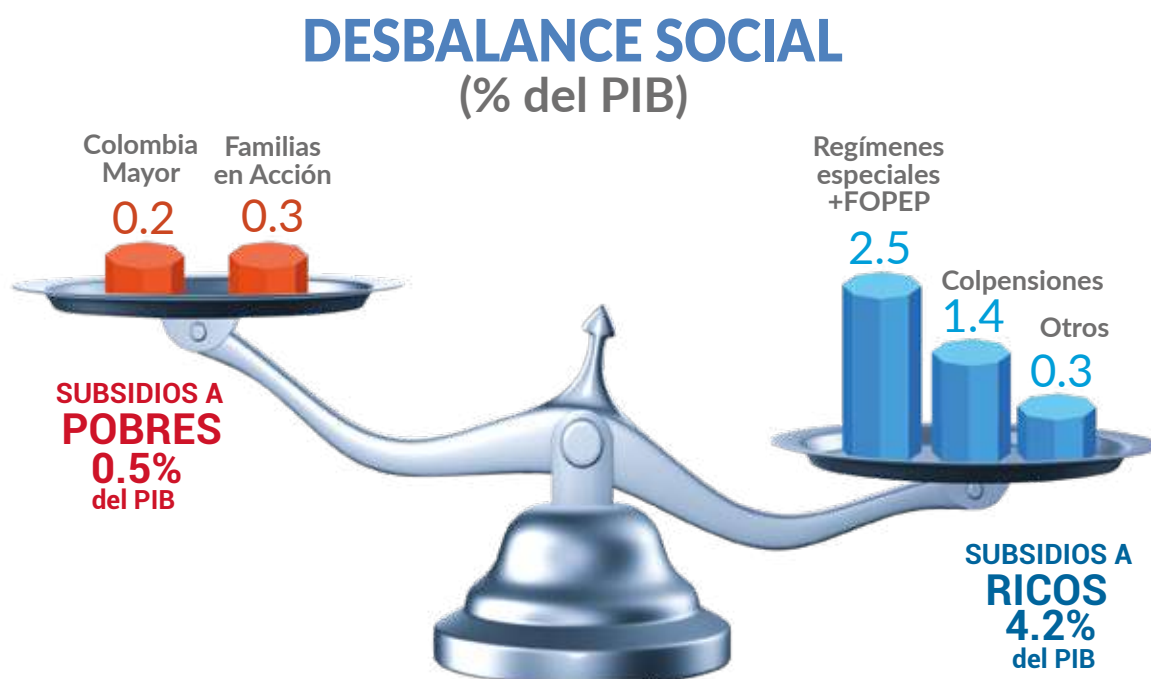
Más información Línea Efectiva:
Bogotá / 401 0447
Otras ciudades / 01 8000-9-19667
www.colmenaseguros.com

 **Colmena**
Seguros



Lo “esencial” de la Reforma Pensional en Colombia

Por: Sergio Clavijo, Nelson Vera, Ekaterina Cuéllar y Juan Sebastián Joya ¹



Colombia ha mostrado problemas de “adaptabilidad fiscal” durante la fase de reversa del súper-ciclo de *commodities* del último quinquenio, habiéndose incrementado su stock de deuda pública en cabeza del Gobierno Central (GC) desde el 40% al 50% del PIB. Este ha sido el resultado de la incapacidad estructural de allegar mayores recaudos tributarios y de la alta inflexibilidad del gasto público. En el primer caso, la Ley de Financiamiento (1943 de 2018) agravó el problema al poner la relación recaudo tributario neto/PIB en una senda descendente desde sus actuales niveles del 14% hacia el 13% a la altura de 2022. En el segundo caso, la inflexibilidad presupuestal ronda niveles del 85% (y con indexaciones reales cercanas al 2% anual), con presiones crecientes especialmente en los rubros de seguridad social.

¹ Director, subdirector y jefes de investigación, respectivamente. Email: sclavijo@anif.com.co



Dicen que caminando solo, llegarás más rápido.
Pero acompañado llegarás más lejos.

Avancemos Juntos es contar con una gran variedad
de productos para ofrecerte todas las soluciones que necesitas.

#AvancemosJuntos

Recordemos que el rubro de pensiones ya requiere asignaciones presupuestales anuales del orden del 4% del PIB y, de hecho, ascienden al 5.2% del PIB al sumar las contribuciones recibidas por Colpensiones que se destinan inmediatamente a atender los gastos pensionales. A pesar de los correctivos paramétricos tomados mediante la Ley 797 de 2003 y el Acto Legislativo de 2005, los faltantes pensionales continúan presionando las asignaciones presupuestales, las cuales se han duplicado en los últimos quince años. Esto implica que el GC actualmente destina el 30% de sus ingresos a atender dichos faltantes pensionales.

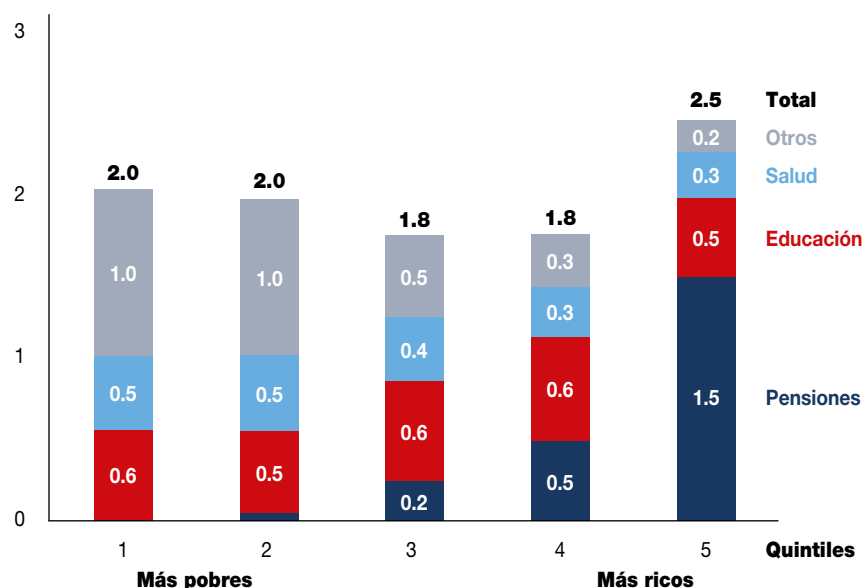
A pesar de semejante esfuerzo presupuestal, el Régimen de Prima Media (RPM) de Colpensiones continúa mostrando serios problemas estructurales: i) muy baja cobertura, pues solo 1 de cada 4 adultos mayores accede a una pensión; y ii) alta inequidad, ya que el quintil más rico acapara los subsidios pensionales (un 65% del total), mientras que los quintiles más bajos (1 y 2) tan solo reciben el 2% de dichos subsidios (ver gráfico 1).

Anif ha venido ventilando su propuesta de Reforma Estructural Pensional (REP), cuyos elementos básicos consisten en: i) un incremento escalonado de la edad de retiro, llevándola de los actuales 57/62 años mujer/hombre hacia los 62/67; ii) reducir las Tasas de Reemplazo (TR = Beneficio Pensional/Aporte Salarial) en 20pp, llevándolas de sus niveles actuales en el rango 65%-80% (o hasta del 100% en el caso de ISML) hacia el 45%-55% de la media internacional; iii) reducción de la garantía de pensión mínima del 100% del SML al 75% del SML; y iv) el eventual “marchitamiento” de

Colpensiones SOLO para los nuevos afiliados, teniendo dicha entidad entonces vida por unos 150 años más (al gestionar las mesadas de los actuales pensionados y afiliados). Anif tuvo la oportunidad de exponer, en

abril de 2019, estos argumentos en las mesas de trabajo de la Comisión de “Protección a la Vejez” convocada por la Administración Duque, ver <http://www.mintrabajo.gov.co/web/comisionvejez>.

Gráfico 1. Focalización de los subsidios por quintil de ingreso (% del PIB, 2015)



Fuente: elaboración Anif con base en DNP.

Impacto fiscal moderado de corto plazo (debido a la prolongada transición) vs. Impacto elevado en el mediano plazo

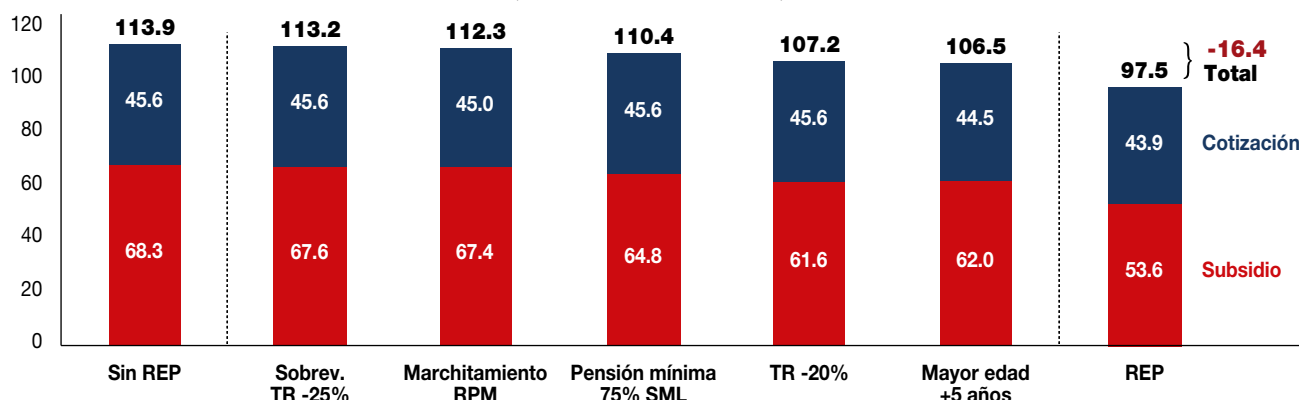
La REP propuesta por Anif parte de respetar los llamados “derechos adquiridos”, e inclusive tiene en cuenta los que denominara en su momento la Corte Constitucional las “expectativas prontas”, y de allí que propongamos una transición amplia de unos 10-15 años, antes de que se hagan efectivas las condiciones arriba señaladas. Ello implica que los actuales cotizantes con edades superiores a los 47/52 años mujer/hombre no verían modificación alguna en las condiciones de su pensión y, aún allí, los cambios paramétricos se imple-

mentarían de manera escalonada en los siguientes 5 años.

Con este tipo de propuestas creemos estar logrando un “justo medio” entre los horizontes de tiempo “urgentes” que solemos presentar los economistas y los horizontes usualmente demasiado largos en que piensan los congresistas, siguiendo las lecciones expuestas por Blinder (2018).

Es precisamente este amplio período de transición de la propuesta REP de Anif lo que explica por qué, en el

Gráfico 2. Reforma Estructural Pensional (bomba social): VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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

horizonte 2020-2050, el retorno de este esfuerzo fiscal luce tan bajo. Por ejemplo, hemos dicho que nuestra REP “solo” lograría reducir el Valor Presente Neto (VPN) pensional del actual 114% del PIB al 97% del PIB a la altura de 2050 (caída de “solo” un 16% del PIB en el VPN), ver gráfico 2. Sin embargo, ello para nada desdice de la bondad de dicha Reforma: una vez los cambios de la REP entren con efecto pleno, el sistema público de Colpensiones quedaría en cuasi equilibrio, pasando entonces los apoyos presupuestales del actual 4% del PIB a prácticamente valores cuasi nulos a la altura del año 2050.

No podemos llamarnos a engaños en cuanto a la necesidad de reformas paramétricas en estos frentes pensionales. Sus correctivos son de alta magnitud, solo que sus beneficios tomarán tiempo en aflorar por cuenta de la prolongada transición (arriba explicada). Aunque sus efectos fiscales lucen distantes (por la generosa transición que legalmente debe adoptarse), estos se justifican principalmente por: i) la mayor equidad; y ii) el alivio de un 1% del PIB por año en el flujo de caja presupuestal una vez absorbida la transición. Por eso vale la pena dis-

tinguir entre los efectos fiscales moderados durante la transición respecto de aquellos de alto impacto fiscal, cuando las condiciones paramétricas se implementen de lleno.

Los altos correctivos fiscales de la REP de Anif hacia el mediano plazo

Una forma de aproximarse al verdadero ahorro fiscal de la REP radica en focalizarse en horizontes de largo plazo durante 2050-2100, una vez

entren plenamente los cambios paramétricos (tras la prolongada transición durante 2020-2050). Para ello, el cuadro 1 expresa lo que hemos denominado los impactos de dichos ajustes paramétricos “en el margen” (como *proxy* del efecto de la implementación completa de la REP en el horizonte 2050-2100).

Mayor edad de pensión

La propuesta consiste en elevar la edad de pensión en +5 años, llevándola a 62/67 años (mujer/hombre).

Cuadro 1. Impacto en el margen de las Reformas Pensionales Paramétricas

Reformas Paramétricas	Sin Reforma Pensional	Con Reforma Pensional	Alivio VPN 2020-2050 (% del PIB)	“Alivio fiscal en el margen” 2050-2100 (Var. %)
1. Edad de pensión +5 años (reducción años de disfrute)	30 años disfrute	25 años disfrute	-7.4	-16.7
2. Tasa de Reemplazo (reducción -20%)	65%	45%	-6.7	-30.8
3. Garantía de Pensión Mínima (reducción al 75% SML)	100% SML	75% SML	-3.5	-25.0
4. Sobreviviente (reducción -25%)	100%	75%	-0.7	-25.0

Fuente: cálculos Anif.

Esto ocurriría tras aplicar un cronograma gradual tipo “Pacto Toledo”. El correctivo fiscal en VPN pensional sería del -7.4% del PIB a la altura de 2050 (reduciéndose del 114% al 106.5% del PIB). Ese menor tiempo de disfrute de la mesada pensional representaría alivios fiscales cercanos al 17% “en el margen” (= 5 años de menor disfrute bajo REP/30 años de disfrute sin REP).

Tasa de reemplazo

Esta se reduciría en -20pp, bajando en promedio del 65% actual al 45%, que es la cifra que actualmente pueden garantizar portafolios invertidos a tasas del orden del 6% real por año durante 25 años de cotizaciones. Esto implicaría un alivio en el VPN pensional del -6.7% del PIB a la altura de 2050 (reduciéndose del 114% al 107.2% del PIB). De hecho, su impacto marginal implica reducir las obligaciones pensionales en un -30.8% en el horizonte 2050-2100 (= 20% de menor TR con REP/65% de TR sin REP).

Garantía de pensión mínima

Reducir la TR de las cotizaciones de 1SML del actual 100% hacia los niveles del 75%, como los observados en Chile, implicaría un alivio en el VPN pensional del -3.5% del PIB a la altura de 2050 (reduciéndose del 114% al 110.4% del PIB). En el margen, ello representa un alivio del 25% (75% de 1SML con REP vs. 100% de 1SML sin REP).

Sobreviviente

Disminuir la pensión sustitutiva del actual 100% al 75% de la mesada pensional (excepto en los casos en los que haya beneficiados menores de 25 años) implicaría un alivio en el VPN pensional de solo el -0.7% del PIB a la altura de 2050 (reduciéndose del 114% al 113.2% del PIB). En el margen, el alivio en las obligaciones pensionales de Colpensiones alcanzaría el 25% en el horizonte 2050-2100 (75% de pensión sustitutiva con REP vs. 100% de pensión sustitutiva sin REP), pero

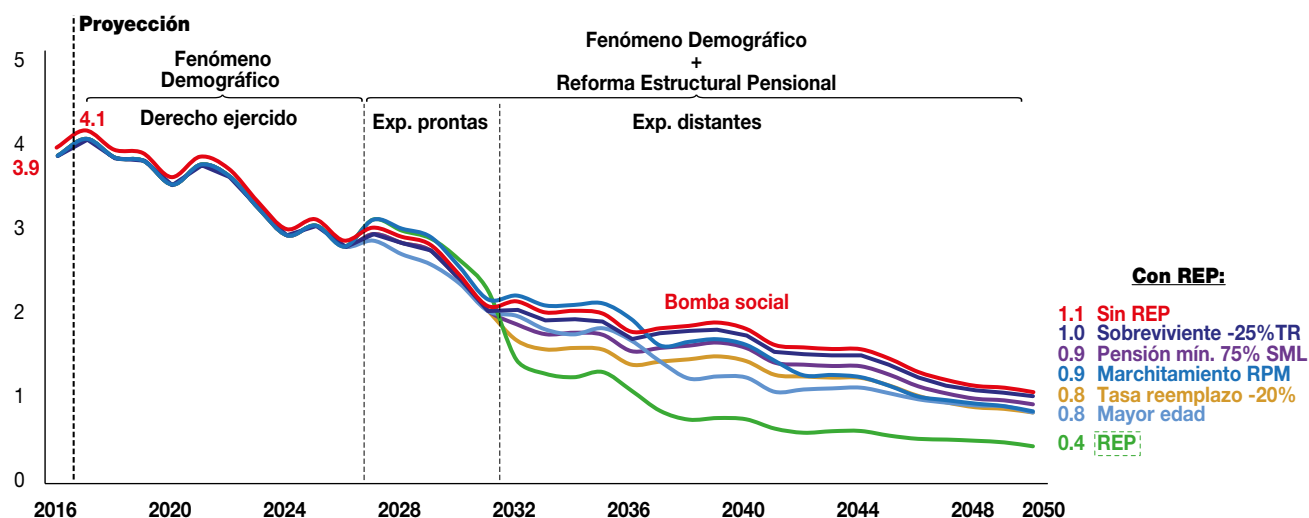
solo durante un período de 5 años, correspondiente al tiempo de “sobrevivencia” del viudo/viuda.

Todo lo anterior subraya el evidente alivio fiscal que estaría teniendo dicha REP en los cálculos marginales pos-período de transición. En otras palabras, pese a la reducción moderada en el VPN durante 2020-2050, dicha REP estaría dando evidentes réditos de ahorros pensionales-fiscales del 20%-30% durante el horizonte de largo plazo 2050-2100. Prueba de ello es que la REP estaría dejando el RPM de Colpensiones en un cuasi equilibrio en sus flujos a la altura del año 2050 (requiriendo pagos anuales por solo un 0.4% del PIB vs. el 4% del PIB actual), ver gráfico 3.

Victorias pensionales tempranas

Ahora bien, dado que esos réditos de la REP solo se estarán materializando en el mediano-largo plazo, cabe

Gráfico 3. Reforma Estructural Pensional (bomba social): Pagos pensionales (% del PIB, 2016-2050)



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

preguntarse ¿qué medidas pensionales deberían estarse implementando en el corto plazo y sin entrar a presionar el fisco?

Mayor uso del Fondo de Garantía de Pensión Mínima (FGPM)

Es evidente que se requiere urgentemente asegurar una mejor cobertura pensional en las pensiones de menor monto (1-2SML). La propuesta de Anif estriba en utilizar los ahorros acumulados en el Fondo de Garantía de Pensión Mínima (FGPM) que maneja el sector privado a través de las AFPs, los cuales llegan a cerca de \$20 billones (2% del PIB), por cuenta de su uso cuasi nulo (ver gráfico 4).

Allí no se requiere inventar un esquema diferente, sino que se debe modificar la reglamentación del FGPM, que hoy está plagada de arbitrariedades en cabeza de la Di-

rección de Seguridad Social-MHCP a la hora de decidir quién clasifica para poder usar los recursos del FGPM. En vez de esa acumulación inoficiosa, el MHCP ha debido otorgar Rentas Vitalicias (RV) a muchos cotizantes que no alcanzaron los montos mínimos en AFPs, según criterios de “primer llegado, primer servido” (ver Anif, 2019).

En particular, el FGPM debería destinar recursos para completar las pensiones de las AFPs, evitando discrecionalidad por parte del MHCP. Por ejemplo, en el caso de cotizantes que hayan ahorrado unos \$140 millones, dicho subsidio podría llegar a ser de unos \$40 millones (= \$180 millones requeridos para una renta vitalicia de 1SML - \$140 millones ahorrados por el cotizante). *Bajo un escenario de este tipo, los \$20 billones acumulados en el FGPM alcanzarían para cubrir a cerca de 500.000 personas en edad de pensión. Con ello se lograría*

aumentar en cerca de un 10% la cobertura del sistema pensional de manera inmediata (llegando a cerca del 35%), y con la bondad de hacerlo sin costo fiscal.

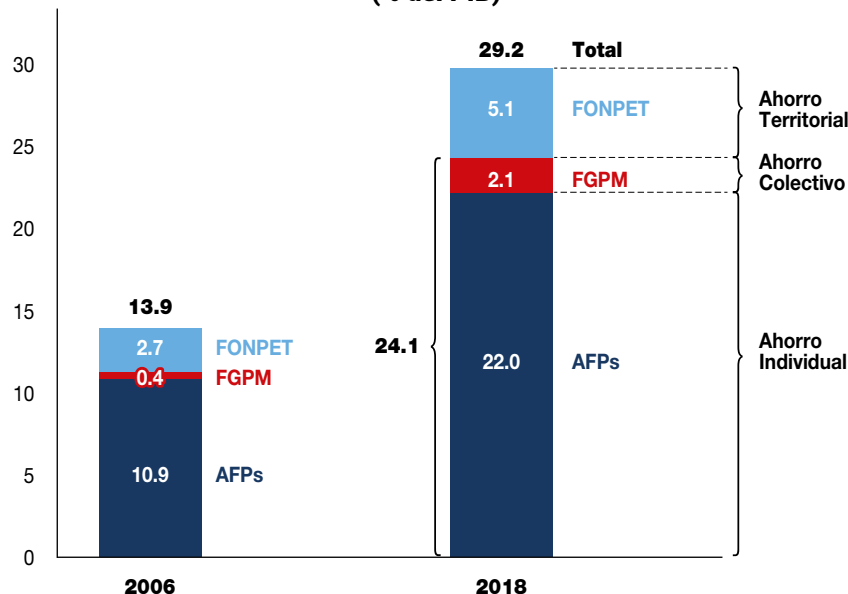
Incluso, a futuro, Anif propone que Colpensiones también empiece a construir su propio FGPM (con base en las cotizaciones existentes del 1% del PIB, como lo han hecho las AFPs), en vez de diluir sus recursos en regresivas pensiones.

Nótese cómo todo ello requiere que se solucionen los problemas de baja cobertura en las RV. Al respecto, el argumento central que viene ventilando Anif es que debe aplicarse una combinación de: i) optimización de los recursos del FGPM, con ii) soporte de aseguramiento del Estado a través de su entidad Positiva Seguros, de tal manera que esta última sea la garante de dichas RV en ausencia de ofertas por parte del sector privado. De esta manera, sería Positiva Seguros la que estaría asumiendo los riesgos de: 1) deslizamiento del SML por encima de la Productividad Laboral (más allá del 0.4% anual que en promedio ha excedido su ajuste históricamente); y 2) inseguridad jurídica, pues muchos jueces (sintiendo que se trata de dineros privados) han sido proclives a extender los beneficios de dichas RV más allá de lo inicialmente pactado (incluyendo RV a favor de jóvenes parejas o hijos antes no reconocidos).

Fortalecimiento del programa Colombia Mayor

El programa Colombia Mayor ha venido avanzando en la atención de ancianos en extrema pobreza en todo el territorio nacional. Sin embargo, este programa aún presenta desafíos

Gráfico 4. Ahorro Obligatorio Pensional en AFPs (% del PIB)



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

en los frentes de: i) cobertura, pues actualmente beneficia a cerca de 1.3 millones de adultos mayores, lo cual es equivalente a solo el 65% de la población en situación de necesidad en los estratos más bajos (ver MHCP, 2016); y ii) montos transferidos, debido a que el subsidio recibido se ubica por debajo de la línea de pobreza, pues equivale tan solo a cerca de un 5%-10% del SML (\$40.000/\$828.100 o \$75.000/\$828.100 por mes), dependiendo del municipio.

Ello evidencia la necesidad de fortalecer este programa tanto en términos de cobertura como de montos transferidos (ver gráfico 5). En este último frente, el subsidio debería acercarse al menos a la línea de pobreza extrema de \$117.600/mes, elevándose respecto al subsidio actual de \$40.000-\$75.000/mes. Ello requerirá elevar la asignación presupuestal de dicho programa

del 0.2% del PIB observado en 2018 hacia al menos el 0.4% del PIB (acercándonos al 0.6% del PIB asignado en promedio en América Latina a la protección de la tercera edad), en línea con lo sugerido por el BID (2013) y la OCDE (2015). Adicionalmente, Anif hace un llamado a lograr un fortalecimiento y blindaje político de los subsidios de Colombia Mayor frente a las “camarillas” políticas, tanto a nivel nacional como territorial.

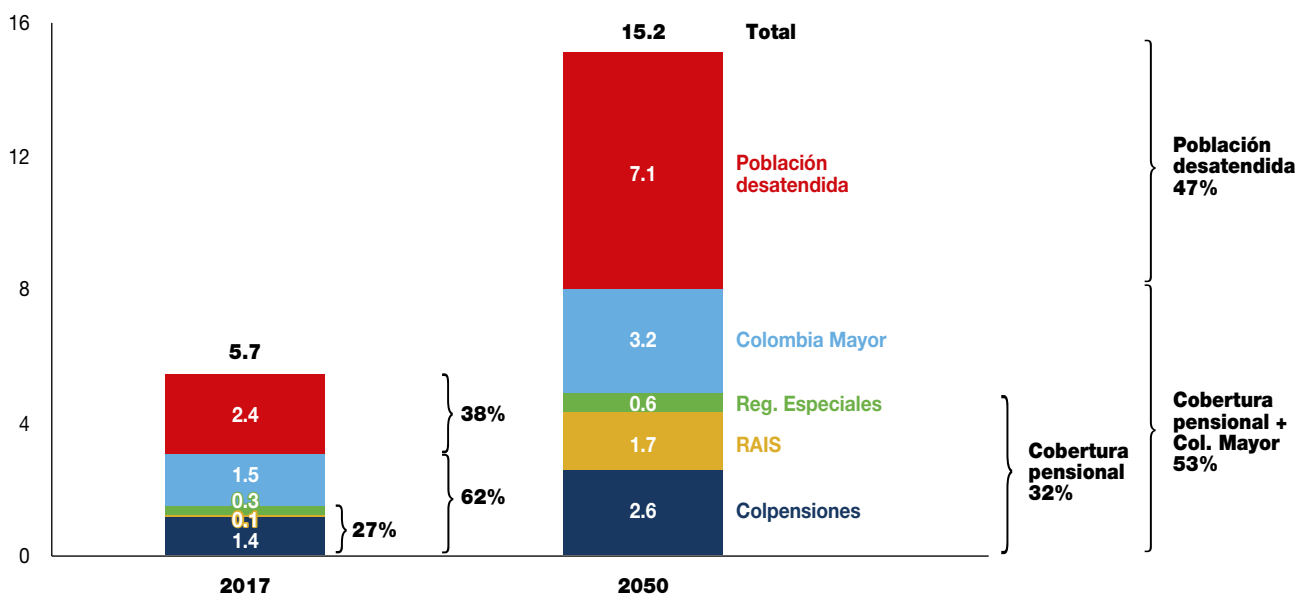
Esos eventuales recursos adicionales para el programa deberán provenir del Presupuesto Nacional y no por la vía de subsidios cruzados que encarecerían aún más los costos no salariales y drenarían la porción destinada a las cuentas pensionales individuales, que en Colombia solo representan el 64% de lo cotizado (vs. 74% en Chile). Adicionalmente, el DNP debe continuar con su política de depuración del Sisbén, según

los esfuerzos planteados en el PND 2018-2022 de la Administración Duque. Allí se ha identificado que aún permanecen 36 millones de inscritos, cifra exagerada frente a una población bajo la línea de pobreza que apenas supera los 13 millones de colombianos.

Impulso a la formalidad laboral de jóvenes

Anif también ha venido insistiendo en la necesidad de implementar una Reforma Estructural Laboral para ganar en formalidad y, a su vez, en cobertura pensional (aunque sus efectos también solo se verían en el largo plazo), ver Clavijo *et al.* (2018). Ello es particularmente relevante en el caso de los jóvenes, quienes enfrentan crecientes desafíos laborales, a saber: i) pese a que su Tasa Global de Participación es la más baja de la población, son los que sufren la mayor tasa de

Gráfico 5. Bomba social: Distribución de la población mayor de 60 años (millones de personas, 2017 vs. 2050)



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

desempleo; ii) la automatización de muchas labores está reduciendo las potenciales fuentes de empleo de los jóvenes y/o desafiando la relevancia de sus conocimientos recién aprendidos; y iii) su participación política suele ser bastante ingenua y en su ignorancia generacional terminan abogando por políticas laborales que tienden a perjudicar sus perspectivas de trabajo.

Por esa razón, resulta relevante trabajar en: i) flexibilizar el mercado laboral, reduciendo los costos no salariales de sus niveles actuales cercanos al 50%, ahondando sobre lo alcanzado en la Ley 1607 de 2012; y ii) implementar un SML diferenciado para los jóvenes en etapa de aprendizaje. Esto último siguiendo el esquema de remuneración que venía implementando el Sena, con un apoyo de sostenimiento para los aprendices del 75% de 1SML, sin condicionar dicho pago a la trayectoria de la tasa de desempleo nacional, tal como lo establece la Ley 789 de 2002. De esta manera, los jóvenes menores de 25 años que se vinculen laboralmente a una firma podrán recibir un salario equivalente al 75% de 1SML (durante un período máximo de 1 año) en la etapa de aprendizaje. A partir del primer año, el salario deberá ser equivalente al menos a 1SML.

Adicionalmente, resultará clave crear alternativas profesionales en la secundaria para que los estudiantes puedan escoger entre el bachillerato clásico y una opción vocacional. Allí será fundamental evaluar la calidad y pertinencia de dichos programas vocacionales. Sin buena calidad educativa, tampoco será posible incrementar la productividad y el PIB potencial de Colombia. 



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2019), “Optimizando el Fondo de Garantía de Pensión Mínima (en vez de seguir soñando con BEPs)”, *Informe Semanal* No. 1457 de abril de 2019.
- BID (2013), “Mejores pensiones, mejores trabajos: hacia la cobertura universal en América Latina y El Caribe”, octubre de 2013.
- Blinder A. (2018), “Advice and Dissent: Why America Suffers when Economics and Politics Collide”, *Basic Books*, Nueva York, marzo de 2018.
- Clavijo S., Vera A., Vera N., Cuéllar E. y Ríos A. (2017), “Elementos para una Reforma Estructural Pensional (REP)”, Anif, noviembre de 2017. http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-libro_reforma_pensional.pdf
- Clavijo S., Vera A., Cuéllar E., Idrobo J. y Ríos A. (2018), “Elementos para una Reforma Estructural Laboral”, Anif, agosto de 2018. <http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-reflaboral0818.pdf>
- MHCP (2016), “Pisos de protección social”, presentación realizada por Jaime Cardona, Director de Seguridad Social del MHCP, en el Congreso Anif-Asofondos, 10 de noviembre de 2016.
- OCDE (2015), “Estudios económicos de la OECD: Colombia”, enero de 2015.

Reflexiones y comentarios a propósito de la terminación de Basilea III:

45 años del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea *



Por: Jorge Arturo Saza G.¹

Las recomendaciones y sugerencias técnicas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) concluyeron su edición de Basilea III en diciembre de 2017. Mario Draghi, Presidente del Comité y Presidente del Banco Central Europeo, declaró su final.

En lo que puede considerarse el proceso de diseño de regulación y supervisión más largo del que se tenga registro en los últimos años, entre 2009 y 2017 los integrantes del llamado G-20 discutieron las mejores formas de promover prácticas seguras para el sector bancario internacional.

Los acuerdos nacieron formalmente en 1972 y han pasado por diversas fases de desarrollo e implementación. El número de países que desarrollaron los acuerdos aumentaron de 10 a 21 en 45 años y la extensión de los documentos y su complejidad pasó de una declaración de principios a una colosal fila de trabajos técnicos

* Opiniones expresadas no comprometen a la entidad para la cual labora.

¹ Jefe de Investigaciones de Felaban, e-mail: jsaza@felaban.com



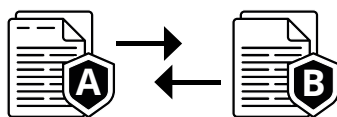
CONSULTE LAS 10.000 EMPRESAS MÁS GRANDES DE COLOMBIA

1 BUSQUE



Información sobre las empresas
más importantes del país.

2 COMPARE



Por ingresos, activos, patrimonio,
utilidad neta y muchos más datos.

3 TOME DECISIONES

INGRESE, REGÍSTRESE Y OBTENGA BENEFICIOS

larepublica.co



que difícilmente puede abordar un equipo sin varios enfoques del saber.

Terminada esta quinta ola de documentos de regulación y supervisión financiera, la coyuntura actual es una excelente oportunidad para mirar cómo nacieron los acuerdos, cuáles han sido sus puntos fundamentales a través de las décadas y dejar una serie de reflexiones sobre las dificultades que se afrontan hacia el futuro. En este documento, una primera mirada recopila el contexto del nacimiento del acuerdo por allá en los años setenta. Posteriormente, se hace una revisión de cinco momentos de emisión de recomendaciones y sugerencias del CSBB para terminar con algunas reflexiones sobre los retos, desafíos y cambios que vienen. No solo por la recurrencia de las crisis en la historia financiera, sino por cambios en la estructura económica que se dan con el auge de la tecnología digital como canal de ofrecimiento de servicios financieros.

El contexto para el origen fue complejo

Durante los años setenta, la banca y la economía mundial registraron diversos hechos que fueron objeto de cambios. La crisis del petróleo, el embargo al suministro de crudo, la guerra árabe-israelí de 1973, el fin de la guerra del Vietnam, y el momento que la Reserva Federal denomina como de la “gran inflación”² (y estanflación más adelante) estuvieron acompañados de un crecimiento de la globalización desde el punto de vista financiero.

El académico del London School of Economics, Charles Godhart³, mencionó que, desde finales de los



años sesenta, se originó un mercado monetario más global, razón por la cual fue necesario tender puentes de comunicación, crear redes de trabajo y fortalecer la cooperación entre jurisdicciones.

Adicionalmente, en este período, prácticamente terminó el acuerdo de Bretton Woods, lo cual cambiaba el quehacer de los bancos centrales en el mundo. De coordinar las posiciones de oro en los balances y mantener unas tasas de cambio flotando alrededor del dólar y del oro se pasó a esquemas mucho más abiertos. Un nuevo arreglo monetario cambiario estaba en ciernes en el mundo, dado que el realizado en la posguerra había concluido con el discurso de Richard Nixon en agosto de 1971 con el abandono del patrón oro.⁴

El rompimiento de Bretton Woods llevó a la implementación de esque-

mas de flotación cambiaria que trajo nuevos negocios a los bancos. El petróleo, el oro, los bienes agrícolas con precios elevados llevaron a la creación de mesas de tesorería especializadas con vínculos estrechos con bolsas de valores, fondos de inversión especializados, entre muchos otros. El crédito fluyó en parte por la liquidez generada con los altos precios del petróleo, algunos metales y bienes básicos.

En 1974 se recuerda la quiebra del banco alemán Herstatt, uno de los mayores jugadores en el mercado de divisas, que por esos días nacía. Con sucursales y negocios en distintos países, resultaba difícil para un solo país hacerle el debido seguimiento. Esta fue una de las razones para que se hablara de monitorear las prácticas de los grandes bancos internacionales con negocios en distintas jurisdicciones.

² https://www.federalreservehistory.org/essays/oil_shock_of_1973_74?WT.si_n=Search&WT.si_x=3

³ <https://www.cfr.org/background/basel-committee-banking-supervision>

⁴ <https://youtu.be/iRzr1QU6K1o>

Estos hechos son de utilidad a la luz del momento presente. Los bancos internacionales con muchos vínculos en el exterior son una de las preocupaciones fundamentales. Desde el comienzo fue así. Quizás por eso los acuerdos de Basilea III en su versión 2012-2014 hablan de identificar los grandes bancos con potencial sistémico de desestabilización global, los llamados bancos de importancia sistémica G-SIB (por sus siglas en inglés), dentro de los cuales están las marcas internacionales más conocidas.⁵ Llama la atención que los bancos locales no siempre están en el centro del acuerdo, teniendo en cuenta que crisis famosas como la de los *Saving and Loans* en los ochenta o las *subprime* en 2007 son fenómenos domésticos.

La liquidez monetaria en aumento de parte de exportadores de productos minero-energéticos, sumada al mal momento de la economía de los países industrializados, creó un incentivo para que la deuda llegara a los mercados emergentes (que en ese momento llamaban periferia) a través de la banca estadounidense, japonesa y europea. Este fue uno de los primeros pasos para que la deuda creciera a bajos costos⁶ y posteriormente desencadenara la crisis de la deuda externa en América Latina. Para el historiador económico Carlos Marichal⁷, en los años setenta el papel de los bancos internacionales como agentes colocadores de deuda soberana en América Latina, Medio Oriente y algunos países de Asia es uno de los síntomas inequívocos de una fase de profundización de la globalización financiera. Como ejemplo, anota que en 1970 el Bank of America tenía el 15% de sus ganancias representadas en préstamos internacionales. Mientras que en 1982 el mismo indicador fue del 60%.

El acuerdo nace: 1974-1986

En su libro *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years*, Charles Godhart menciona que la necesidad de acuerdos sobre supervisión nace por un convenio entre Paul Volcker (jefe de la Reserva Federal) y Robin Leigh-Pemberton (gobernador del Banco de Inglaterra), quienes convencen a sus pares del G-10⁸ de los años setenta de buscar mecanismos de cooperación. En primera instancia asistieron bancos centrales o supervisores nacionales bancarios como invitados.

En 1974, las reuniones se llevaron a cabo bajo el nombre del *Concordat*. El idioma oficial fue el francés. Según Godhart, en algún momento Inglaterra y Estados Unidos intentaron realizar un acuerdo de prácticas bancarias aislado, pero no prosperó. El ambiente económico y las reuniones no permitieron tener mucha fluidez. La guerra Irán-Iraq, la inflación, la recesión, la crisis de la deuda de América Latina fueron temas que centraron la atención de los asistentes.

Una segunda fase: 1987-1998

A finales de los años ochenta, los supervisores nacionales hablaron de

una nueva fase. Más formal y con mayor sustento técnico. En ella se puso de presente el concepto de capitales mínimos regulatorios y activos ponderados por nivel de riesgo. En julio de 1988 se hizo una enmienda del mismo, donde se agregó el concepto de riesgo de mercado. En 1989 se publicó un documento que hablaba de "*Risk in Computer and Telecommunication Systems*". Todo un pionero al hablar de los riesgos y contingencias que encarna la tecnología en el negocio bancario. En 1998, uno de los últimos documentos fue el que se relacionaba con el riesgo operativo.

La nueva ola de fin siglo: 1999-2008

Producto de escándalos empresariales (Enron, por ejemplo), quiebra en las Bolsas (las punto com), y la antesala de las crisis asiática, rusa y argentina, se originó un nuevo grupo de documentos y trabajos. En este se habló de pilares de: a) capitales mínimos; b) supervisión; c) disciplina de mercado. Los riesgos de mercado y operacional empezaron a tener vasos comunicantes directos con el monto del capital regulatorio. Los riesgos de liquidez también se empezaron a discutir de manera más formal. Conceptos como el VaR se volvieron

⁵ <https://www.fsb.org/2018/11/2018-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/>

⁶ Historiadores como Robert Devin de Princeton consideran que en ese momento la oferta de crédito barato, que muchas veces llegó a costos negativos, fue determinante para el mayor endeudamiento de Medio Oriente y América Latina. Ver *Debt and Crises in Latin America: The Supply Side Story*. Princeton University Press 1989.

⁷ Nueva historia de las grandes crisis financieras (2010). Carlos Marichal. Debate.

⁸ Bélgica, Canadá, Japón, Suecia, Suiza, Francia, Alemania, Estados Unidos, Reino Unido, Holanda

ron más formales en la supervisión financiera y el tema de los descargos cambiarios (importante en las crisis mencionadas) cobró importancia en las discusiones. Modelos internos para aquellos con capacidad de realizarlos, modelos estándar para aquellos que no gastan en realizarlos y prefieren acogerse a lo que los supervisores dispongan en materia de sus propios parámetros.

Nueva crisis, nueva ola regulatoria: 2009-2011

En diciembre de 2009 se publicó el primer documento sobre el tema como respuesta a la crisis de 2008. Las economías del mundo estaban en recesión, los activos financieros desvalorizados, y la política monetaria actuaba para salvar el mundo, mientras que el desempleo y el descontento colmaban la paciencia de la población. Rescates bancarios con recursos públicos, planes de salvamento, gasto fiscal y estímulos a la demanda.

La cumbre del G20, donde se encontraban muchos de los afectados por la crisis y que tuvo lugar en Pittsburgh, Estados Unidos, envió un mensaje claro. Era necesario entrar a responder a la mayor velocidad posible. En primer lugar, se habló de riesgo de liquidez, a corto y mediano plazo. En segundo, se redefinió el capital, mucho más líquido, mucho más disponible y con menos híbridos. Los activos en riesgo podrían en algunos casos no ser calificados por parte de calificadoras. Igualmente, se propuso un documento para hablar de la remuneración de los empleados bancarios. Estos dos últimos puntos no prosperaron y pasaron al olvido.

Una fase nueva adicional: 2014-2017

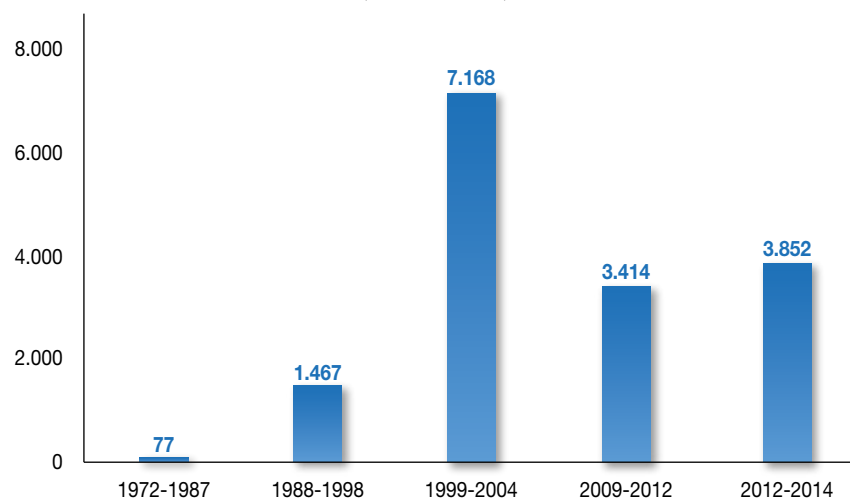
Los temas de liquidez, mercado y riesgo de crédito contaron con nuevos procesos de consulta y deliberación. El llamado *trading book*, importante para los temas de tesorería financiera, fue el punto de inicio en esta fase. En el mismo se hizo énfasis en la medición del riesgo de mercado, el manejo de la liquidez intradía, las titularizaciones, los seguros de crédito, y la concentración de riesgo en carteras crediticias. Los temas asociados a las pruebas de tensión (*stress testing*) se formalizaron mucho más y se dieron criterios para dicho examen. Los criterios de revelación de información al mercado (*disclosure*) así como nuevas versiones del análisis y medición del riesgo operacional en dicho acuerdo.

Algunos hechos del CSBB y sus recomendaciones

El CSBB ha estado activo, en especial en la última década. Los documentos y trabajos han sido prolíficos y muy cumplidos a la hora de la publicación. El funcionario del banco BBVA Santiago Fernandez de Liz ha sido muy claro en decir que el CSBB bien podría haberse ido de “vacaciones”, mientras la banca lee y procesa todos los documentos que se han elaborado. Esto para ilustrar la inmensa cantidad de documentos conexos a las recomendaciones generales.

El trabajo de Henry Penikas⁹ muestra que desde su fundación el CSBB ha publicado 16.000 páginas y 417 documentos¹⁰, ver gráficos 1 y 2. La declaración de principios de los años

Gráfico 1. Número de páginas de los documentos del CSBB (1972-2014)

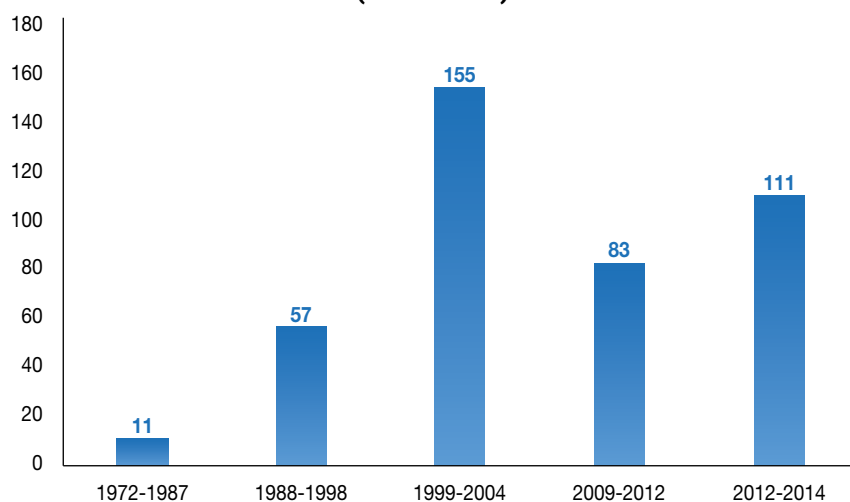


Fuente: Henry Penikas.

⁹ Penikas, Henry (2015), “History of Banking Regulation as Developed by Basel Committee on Banking Supervision 1974-2014”, revista *Estabilidad Financiera*. Banco de España No 28.

¹⁰ La estimación es hasta el año 2014. Entre 2015 y 2017 el Comité Publicó más documentos que no se cuantifican aquí.

Gráfico 2. Número de documentos publicados por el CSBB (1972-2014)



Fuente: Henry Penikas.

setenta sobre capital y concentración de cartera quedó atrás. Hoy tenemos complejos documentos con matemáticas de alta elaboración que no podrían ser abordados con facilidad. Esto además genera el problema adicional de que, por un lado, los bancos tienen que invertir mucho más tiempo para asimilar dichos trabajos y, por otro, los supervisores nacionales tienen una inmensa tarea al hacerle seguimiento a este tipo de trabajos.

Pese a que los acuerdos del CSBB no son vinculantes ni obligatorios desde el punto de vista jurídico, siempre queda la duda de si los países no firmantes (generalmente mercados emergentes) deben seguirlos. Y si deben seguirlos ¿deben hacerlo al pie de la letra? ¿Existe espacio para la interpretación nacional?

En la práctica, programas como los del *Financial System Stability Assessment*, liderados por el Fondo Monetario Internacional, la calificación soberana de un país, o la debida diligencia de una operación de IPO o de banca de inversión han terminado por

incorporar la calidad de la supervisión como una variable a considerar. Las acciones macroprudenciales, la revelación de información, la habilidad para prevenir crisis y los mecanismos que existan para afrontarlas en el caso de que se presenten. En este caso, lo normal es que si las reglas son consideradas “más fuertes”, quizás reciban mayor nota o valoración. Por supuesto es mejor contar con la norma que no contar con ella en el acervo jurídico financiero de un país.

El amplio trabajo realizado por el Center for Global Development¹¹ de Estados Unidos en 2019 muestra que los mercados emergentes tienen algunas restricciones para afrontar el tema.

Esto, dado que los mercados emergentes dependen de monedas “duras” o divisas para atraer fuentes de financiación internacional. También hay que decir que existe una mayor

volatilidad de las variables financieras en los mercados emergentes, así como macroeconomías más vulnerables. Como si esto fuera poco, es normal que la mayoría de los sistemas financieros de los emergentes sea menos desarrollada y profunda. Fuera de esos temas, también es normal que existan limitaciones estructurales para tener información estadística. La capacidad institucional está restringida y muchas veces es altamente vulnerable a influencias políticas. La gobernanza interna de las empresas en general es débil y de eso no se escapa el sector financiero.

El CGD menciona que, en el caso de los mercados emergentes, no debería darse un efecto contagio de los países del G20, que se supone que son firmantes del acuerdo, y el resto de países. Un desincentivo para invertir en quienes no son del G20 o quienes no tienen una supervisión financiera considerada “dura”. También se menciona que hoy, cuando más bancos de países emergentes entran a invertir en otros mercados emergentes (caso colombiano Davivienda, AVAL, Bancolombia), los retos para la supervisión y el seguimiento son superiores. Por esa razón, la cooperación entre jurisdicciones es más que necesaria.

Comentarios hacia el futuro

Acuerdos tan extensos y específicos pueden llevar al riesgo de sobreregular al sector bancario. Esto de paso puede exceder la “capacidad instalada” de la supervisión financiera, que de paso tiene inmensos retos con el tema.

¹¹ <https://www.cgdev.org/publication/making-basel-iii-work-emerging-markets-and-developing-economies>

almacafé®

Su logística, **nuestra alma**



Comercial



Industrial



Agroindustrial



Café

Gestión de Compras



Gestión de Transporte

Agenciamiento Aduanero



Servicios Especializados
en Café

Almacenamiento



Distribución y Despachos

En el año 2012, la prestigiosa revista inglesa The Banker¹² mencionaba las preocupaciones de la industria. La suma de normas y cambios estructurales en la arquitectura orgánica de la supervisión y regulación es considerada algo que va más allá de una preocupación temporal. Los costos y compleja regulación y supervisión pueden ser un incentivo para mayor presencia de banca en la sombra o nuevos actores que no estén siendo monitoreados.

Los acuerdos recientes transcurrieron en el tiempo por casi una década. Los costos que han pagado los países industrializados son elevados. Durante la década de avance en las recomendaciones, el mundo vio cómo rápidamente aparecían servicios financieros prestados por canales digitales y de las telecomunicaciones modernas. La aparición de las fintech, de aplicaciones y plataformas ha llegado para quedarse. El debate está abierto. Para unos es una forma de competencia, para otros es una amenaza latente.

No tendría nada de raro que Basilea III (o el número romano que le corresponda) hable de los servicios financieros digitales, de seguridad cibernética, de crédito digital, de ahorro y transacciones hechas con plataformas integradas a los bancos y otras entidades que hoy son custodias del ahorro financiero. De hecho, en el último año, el Financial Stability Board ha hablado de seguridad y del papel que cumplen las llamadas BigTech, que son compañías con muchos clientes, información, comercio electrónico y reconocimiento mundial. Si entran a la actividad financiera, seguramente el CSBB reaccionaría. Sin embargo, esto no quiere decir que la banca no tenga al frente uno de los más grandes retos de su historia reciente. Dinamizar el servicio para convencer a un cliente cada vez más exigente. Pero también tiene al frente una supervisión y regulación mucho más fuerte.

Las crisis seguramente seguirán ocurriendo tal y como lo dice la teoría económica y financiera. Los esfuerzos del CSBB para prevenirlas seguramente no llegarán a feliz término. Sin embargo, la industria aprendió de las recomendaciones a mejorar su grado de profesionalismo y tecnicismo para el manejo de la información y la toma de decisiones. La supervisión seguramente tuvo temas de aprendizaje, que no entraré a mencionar ahora.

Los acuerdos son una excelente forma de seguir el desarrollo de la banca, la economía, las técnicas y el entorno. Seguramente seguirán siendo una parte del quehacer de analistas, bancos y académicos. 

¹² <http://www.thebanker.com/World/Americas/US/Over-regulation-threatens-to-capsize-US-financial-sector>



El progreso
es de todos

Mincomercio

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA



¿Necesitas que tu empresa crezca y
no tienes el respaldo para financiarla?

¡El FNG es la garantía que necesitas!

En 2018, facilitamos el acceso al crédito
a más de 290 mil empresarios, con
garantías por \$12,9 billones de pesos.

Línea Gratuita de
Servicio al Cliente 01 8000 910 188
E-mail: servicio.cliente@fng.gov.co

www.fng.gov.co



[fngcolombia](https://www.facebook.com/fngcolombia)



[@FNGSA](https://twitter.com/FNGSA)



fngsa.blogspot.com



Fondo
Nacional de
Garantías S.A.



Fondo
Nacional de
Garantías

FNG
Fondo Nacional de Garantías S.A.

Poder de mercado bancario y costos de financiamiento de las firmas:

evidencia con datos a nivel de banco y de préstamo*



Por: José E. Gómez-González, César E. Tamayo y Óscar M. Valencia¹

Introducción

Desde hace ya un largo tiempo, economistas e implementadores de políticas públicas se han interesado en estudiar y entender el porqué de los altos márgenes de intermediación en los sistemas financieros de los países en desarrollo. El interés se ha centrado en América Latina, región en la que dichos márgenes han sido históricamente mayores a los de países en desarrollo de otras regiones del mundo.

Quienes han estudiado el tema han señalado diversas causas para este fenómeno, incluyendo las debilidades en algunos



* Este documento está basado en el artículo de investigación “Bank Market Power and Firm Finance: Evidence from Bank and Loan Level Data”, que los autores están preparando para enviar a una revista académica. Nos hemos beneficiado de los comentarios y sugerencias de Thorsten Beck, Julián Caballero, Hans Degryse, Andrew Powell, y los participantes a los seminarios del BID “Workshop on Bank Competition in Latin America” (Washington, D.C., October de 2017; Brasilia, Brasil, Octubre de 2018) y del Banco de la República (febrero de 2019).

¹ Los autores son: José E. Gómez-González, Profesor Asociado, Escuela Internacional de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de La Sabana, Chía, Colombia. Correo electrónico: jose.gomez2@unisabana.edu.co; César E. Tamayo, Decano, Escuela de Economía y Finanzas, Universidad Eafit, Medellín, Colombia. Correo electrónico: ctamayot@eafit.edu.co; y Óscar M. Valencia, Economista Senior, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., US. Correo electrónico: oscarva@iadb.org

países de la región para garantizar el cumplimiento de los contratos, asuntos relacionados con las economías de escala y el riesgo excesivo de industrias volátiles (como las productoras de bienes básicos). No obstante, los bajos niveles de competencia bancaria prevalecientes en varios países latinoamericanos han sido identificados por varios autores como importantes causantes de los altos costos crediticios experimentados por firmas y hogares (Gelos, 2009; Harber, 2009).

La relación entre la competencia bancaria y el acceso al crédito por parte de las firmas es de naturaleza compleja. De un lado, la teoría básica de la organización industrial sugiere que, si los intermediarios financieros tienen poder de mercado, lo usan para extraer rentas de los deudores, incrementando el costo del crédito y limitando el acceso al financiamiento. Sin embargo, de otro lado, en un ambiente de información imperfecta, recolectar información de la calidad crediticia de los clientes es costoso, y puede requerirse de una compensación para que los bancos inviertan en tecnologías de selección y monitoreo de clientes. En dicho ambiente, cierto grado de poder de mercado puede favorecer el acceso al crédito (y el adecuado flujo de refinanciamiento) de los clientes con buenos perfiles de riesgo (Petersen y Rajan, 1995).

Dado que la competencia no es observable de forma directa, los economistas aplicados se han basado en aproximaciones para medirla. Desafortunadamente, el uso de distintas *proxies* en los trabajos empíricos ha llevado a resultados mixtos sobre la relación entre competencia bancaria y márgenes de intermediación. Con el presente

trabajo, contribuimos a la literatura relacionada desde dos puntos de vista. En primer lugar, generamos medidas de poder de mercado de los bancos colombianos usando métodos recientemente desarrollados, como los indicadores de Boone, y fuentes primarias de datos financieros de los bancos. En segundo lugar, proporcionamos estimaciones del efecto del poder de mercado de los bancos sobre las condiciones de acceso al crédito por parte de las empresas colombianas.

generamos resultados que pueden ser comparados con aquellos de la mayoría de los estudios recientes (que, individualmente, usan subconjuntos de estos cuatro indicadores).

Por otra parte, construimos una base de datos especialmente rica que relaciona datos de préstamos individuales con datos a nivel de firma y de banco. Esto nos ayuda a solucionar algunas limitaciones importantes de las cuales adolecen

“Recolectar información de la calidad crediticia de los clientes es costoso, y puede requerirse de una compensación para que los bancos inviertan en tecnologías de selección y monitoreo de clientes. En dicho ambiente, cierto grado de poder de mercado puede favorecer el acceso al crédito (y el adecuado flujo de refinanciamiento) de los clientes con buenos perfiles de riesgo.”

Nuestro estudio presenta, desde el punto de vista metodológico, dos mejoras frente a la literatura existente. Por una parte, construimos y utilizamos cuatro medidas distintas de poder de mercado: dos índices de Lerner y dos indicadores de Boone. Las construimos directamente de fuentes primarias y lo hacemos banco por banco y período a período, reduciendo así el error de medida que suele atribuirse a los estudios que usan datos más agregados. Adicionalmente, al estimar indicadores de elasticidades de Boone de beneficios y de participación de mercado, detectamos si los bancos ejercen poder de mercado en cada uno de estos márgenes. Asimismo, al usar estos cuatro indicadores de poder de mercado,

varios estudios relacionados. Específicamente, podemos: i) observar de forma directa las tasas de interés de cada préstamo en vez de derivarlas implícitamente a partir de los datos contables; ii) controlar por características específicas de cada préstamo, incluyendo la duración, el tamaño y las garantías; y iii) dar cuenta de forma adecuada de la heterogeneidad no observada y variable en el tiempo presente en los bancos y las firmas (por ejemplo, los choques de demanda).

Nuestros resultados sugieren que el nivel de competencia bancaria era relativamente bajo a comienzos de la década de 2000, se incrementó entre 2006 y 2008, y se ha reducido

sistemáticamente desde ese año, pero manteniéndose en niveles superiores a los observados a inicios del siglo. Estos resultados indican que la competencia bancaria puede aumentar incluso en períodos en los cuales se incrementa la concentración de la industria bancaria (como en el período 2006-2008, por ejemplo), mostrando que es importante diferenciar entre medidas de concentración y de competencia en las industrias.

En lo referente a la relación entre competencia bancaria y costos de financiamiento, nuestros resultados sugieren que, controlando adecuadamente por las diferentes fuentes de heterogeneidad no observada, aumentos en el poder de mercado de los bancos llevan a incrementos en los costos de financiamiento bancario percibidos por las firmas. No obstante, los resultados son heterogéneos dependiendo de las características de las firmas y de la duración de sus relaciones con los bancos. En particular, condicional al tamaño de la firma, aumentos en

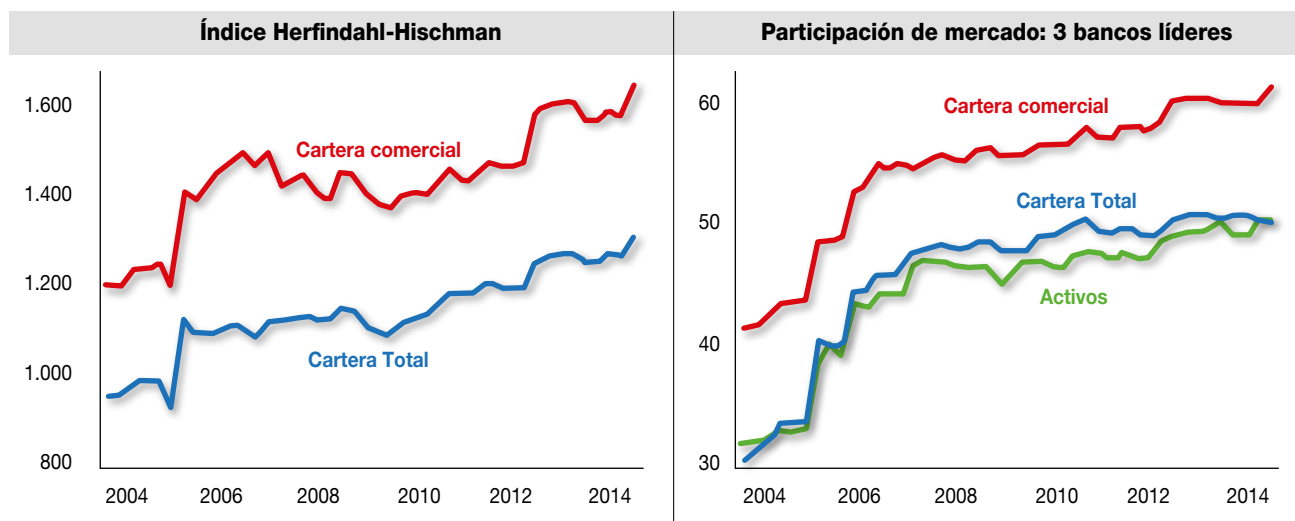
el poder de mercado de los bancos incrementan las tasas de interés para firmas que tienen relaciones financieras más cortas con los bancos. Este resultado concuerda con la hipótesis de la información, que plantea que los bancos invierten en adquisición de información al inicio de las relaciones con nuevas empresas y ejercen el mayor poder de mercado a través de mayores tasas de interés. También encontramos que, condicional a la duración de la relación bancaria, la reducción en el poder de mercado reduce las tasas de interés pagadas por firmas de mayor tamaño. Esto sugiere que el tamaño de la firma puede capturar atributos que son importantes en el *pricing* de los préstamos, como por ejemplo los efectos de escala o las garantías implícitas. Por último, mostramos que, condicionar en un conjunto completo de efectos fijos, especialmente efectos fijos firma-tiempo, es esencial para estimar parámetros consistentes en la relación entre competencia bancaria y el costo de financiamiento de las firmas.

Medición de la competencia bancaria en Colombia

En los primeros estudios sobre competencia bancaria, los autores usaron medidas de concentración de la industria como aproximaciones al nivel de competencia (por ejemplo, Neumark y Sharpe, 1992; Beck *et al.*, 2004). Durante las últimas dos décadas, la industria bancaria colombiana ha presentado una tendencia secular hacia la concentración, como lo muestra el gráfico 1, que presenta el comportamiento del Índice de Herfindahl y Hirschman y la participación de los tres bancos más grandes en términos de activo y cartera. Algunos autores adjudican dicha tendencia a las quiebras, fusiones y adquisiciones ocurridas durante la crisis financiera de 1998-2000 y al paso de un sistema de banca especializada hacia un esquema de multibanca durante la primera década del presente siglo.

No obstante, varios estudios recientes han señalado que usar medidas de concentración como *proxies* de

Gráfico 1. Concentración bancaria en Colombia



Fuente: cálculos de los autores.

competencia puede resultar en serios errores (por ejemplo, Carbo-Valverde *et al.*, 2009). De hecho, algunos trabajos de investigación muestran que concentración y competencia pueden no estar correlacionadas o incluso presentar correlaciones positivas (Claessens y Laeven, 2004). A la luz de estos resultados, los trabajos más recientes se han enfocado en medidas conductuales de la competencia (en contraste con las medidas estructurales, como las de concentración industrial). Dos tipos de medidas son utilizadas con frecuencia para medir competencia, desde el punto de vista de la conducta de los agentes, en las industrias: los índices de Lerner y los indicadores de Boone.

El índice original de Lerner (1934) captura la habilidad de un banco individual para cobrar un precio sobre su costo marginal (CM_{bt}), suponiendo eficiencia de costos y beneficios:

$$L_{bt} = \frac{(P_{bt} - CM_{bt})}{CM_{bt}}$$

Valores más altos del índice de Lerner corresponden a mayor poder de mercado. Como este documento estudia la competencia en el mercado de crédito, el precio es la razón de ingreso financiero a cartera neta total. Para obtener una medida del costo marginal, es necesario estimar primero una función de costo operativo total (TOC).

Koetter *et al.* (2012) presentan un ajuste al índice original de Lerner, que controla por posibles ineficiencias en costos o beneficios. Dicho índice de Lerner ajustado está dado por:

$$ADJL_{bt} = \frac{(\pi_{bt} + TOC_{bt} - CM_{bt} Q_{bt})}{\pi_{bt} + TOC_{bt}}$$

donde π_{bt} representa los beneficios estimados, TOC_{bt} es la TOC estimada y Q_{bt} es el producto total. En nuestras medidas usamos los valores corrientes de las variables, en lugar de los valores estimados de las mismas.

Boone (2008) presenta dos medidas novedosas de poder de mercado, basadas en la elasticidad de los beneficios, β_{bt}^{π} , y la participación de mercado, β_{bt}^{MS} , ante cambios en los costos marginales. Dichos índices se obtienen como las pendientes de las siguientes regresiones:

$$\ln \pi_{bt} = \alpha + \beta_{bt}^{\pi} MC_{bt} + \varepsilon_{bt}$$

y

$$\ln MS_{bt} = \alpha + \beta_{bt}^{MS} MC_{bt} + \tau_{bt}$$

El valor esperado de ambas elasticidades es negativo. Aumentos (es decir, reducciones en valor absoluto) de dichas elasticidades indican, por lo tanto, incrementos en el poder de mercado. La obtención de los indicadores de Boone implica la estimación de parámetros individuales para cada banco y variables en el tiempo. Para obtenerlos, seguimos el modelo ANOVA de efectos fijos de Hsiao (2003), en el que $\beta_{bt}^{\pi} = \beta^{\pi} + \beta_b^{\pi} + \beta_t^{\pi}$ y $\beta_{bt}^{MS} = \beta^{MS} + \beta_b^{MS} + \beta_t^{MS}$. Este método requiere un panel de datos balanceado, por lo que lo estimamos con solamente 11 bancos para los cuales hay información para todo el período muestral.

Estas cuatro medidas de competencia requieren la estimación de los costos marginales de cada banco en cada momento del tiempo. Para esto, estimamos una función de costos total (TOC) multiproducto², por banco, siguiendo un enfoque paramétrico.

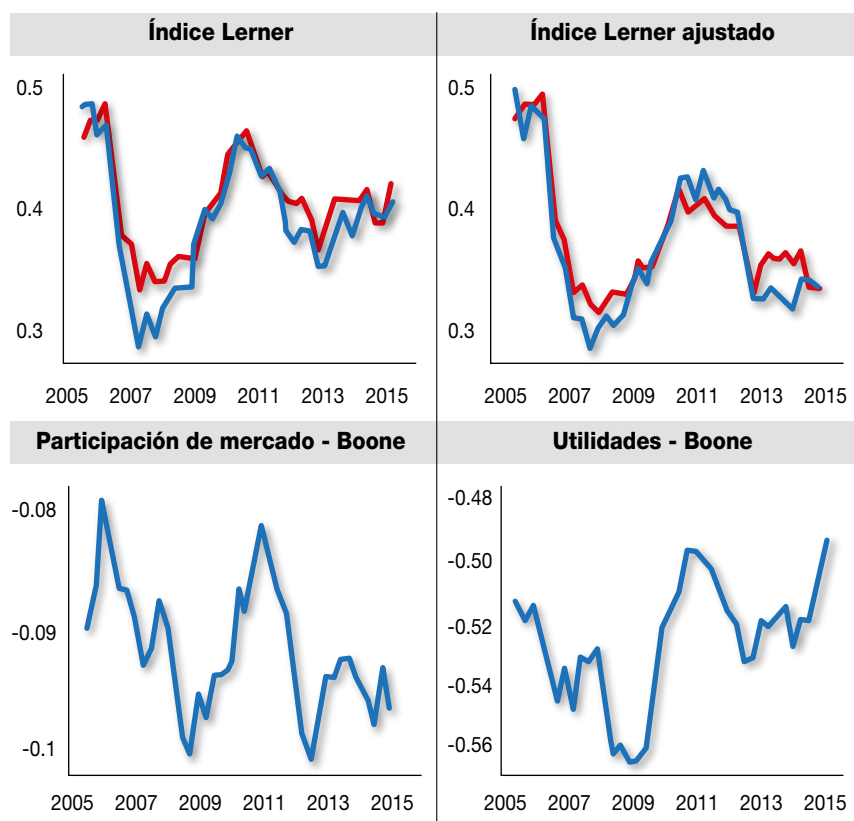
Específicamente, estimamos una función de costos translog, como en Tabak *et al.* (2012). Esta consiste en una aproximación de series de Taylor de segundo orden a una función de costos desconocida. Derivando dicha función con respecto a la cartera se obtienen los costos marginales, usados para computar los índices de Lerner e indicadores de Boone de cada banco.

El gráfico 2 presenta el comportamiento promedio (y mediano, para el Lerner) de los cuatro indicadores de poder de mercado. Estos presentan patrones similares y alta variabilidad en el tiempo. En particular, luego de una importante reducción en el poder de mercado registrada entre 2006 y 2008, en el período 2009-2011 se presentó un aumento del poder de mercado del banco promedio. No obstante, entre 2011 y 2012 se dio nuevamente una reducción en el mismo. Durante los últimos dos años de la muestra, el comportamiento de los indicadores sugiere que el poder de mercado se ha mantenido relativamente constante.

Un resultado interesante es que la reducción del poder de mercado en el período 2006-2008 se dio en un contexto en el cual la concentración de la industria bancaria se incrementó considerablemente. Esto indica, como lo han mostrado algunos estudios anteriores, que competencia y concentración son conceptos diferentes. Esto mismo lo corrobora-

² En la estimación de la función TOC usamos información trimestral de 15 bancos para el período 2004q1 – 2014q4. Estos 15 bancos representaban cerca del 98.8% de la cartera comercial total del sistema bancario colombiano a diciembre de 2014.

Gráfico 2. Índices de Lerner e indicadores de Boone, bancos colombianos



Fuente: cálculos de los autores.

mos al calcular correlaciones entre ambos tipos de indicadores. Si bien las correlaciones entre los diferentes indicadores de poder de mercado son positivas, altas y significativas, las correlaciones entre estos indicadores y los de concentración son cercanas a cero y, en algunos casos, negativas.

La competencia bancaria y el costo del crédito

Para estudiar la relación entre la competencia bancaria y el acceso al crédito de las firmas del sector real en Colombia ensamblamos una base de datos que reúne información de los préstamos extendidos por los bancos a las firmas, e información

contable y financiera de bancos y firmas. En términos generales, nuestros resultados sugieren que, controlando adecuadamente por las diferentes fuentes de heterogeneidad no observada, aumentos en el poder de mercado de los bancos llevan a incrementos en los costos de financiamiento bancario percibidos por las firmas. Sin embargo, existen importantes diferencias en el efecto, dependiendo de características propias de las firmas y de sus relaciones con los bancos comerciales.

La variable dependiente en este trabajo es la tasa de interés real correspondiente a cada préstamo. En este sentido, nuestro estudio es similar al de Fungacova *et al.* (2017). Sin em-

bargo, dado que podemos identificar el banco que origina cada crédito, podemos complementar la información de características del préstamo y de la firma con información sobre características del banco. En particular, podemos usar los índices de competencia que construimos para cada banco y que exhiben variabilidad en el tiempo. La mayoría de los estudios, entre ellos el de Fungacova *et al.* (2017), solamente puede usar medidas agregadas de competencia (por ejemplo, a nivel de país).

Estimamos el siguiente modelo de regresión:

$$ir_i = \mu + \psi \Omega_i + X_i \omega + Z_i \rho + W_i \theta + v_i$$

donde $\Omega_i \in \{L_{bt}, ADJL_{bt}, \beta_{bt}^\pi, \beta_{bt}^{MS}\}$ es un vector de características del préstamo i , como las garantías y su duración; Z_i es un vector de características de la firma a la que se le otorgó el préstamo i ; W_i es un vector de características del banco que otorgó el préstamo i ; y ω , ρ y θ son vectores de parámetros. Nuestro interés principal está en el parámetro ψ y algunas interacciones en las cuales está involucrado dicho parámetro, de las que se habla más abajo.

La anterior ecuación se estima para el corte transversal completo de préstamos, bajo diferentes tipos de efectos fijos de tiempo, banco y firma (y sus combinaciones), con errores estándar agrupados al nivel de firma-banco, con el fin de capturar la estructura potencialmente dependiente de las relaciones bancarias de los errores.

El cuadro 1 presenta los resultados de las estimaciones cuando $\Omega_i = L_{bt}$. Una importante mejora metodo-

lógica introducida en este estudio consiste en la inclusión de efectos fijos de firma-tiempo (quinta columna del cuadro 1), lo que permite aislar el efecto de los choques de demanda. Esta es nuestra especificación preferida. No obstante, también presentamos los resultados que se generan al excluir dichos efectos fijos (columnas 2 a 4), para ilustrar la mejora que se obtiene al incluir datos a nivel de préstamo en lugar de datos a nivel de firma.

Estos resultados iniciales muestran que, en promedio, el poder de mercado incrementa el costo de financiamiento de las firmas. El coeficiente estimado es pequeño, sin embargo. En nuestra especificación preferida, un incremento de una desviación estándar del índice de Lerner incrementa el costo de un préstamo en 2 puntos porcentuales. Los demás coeficientes estimados son también significativos y presentan el signo esperado, aunque unas variables in-

dependientes parecen ser mucho más relevantes que otras. Por ejemplo, las tasas de interés son menores para los préstamos a tasa fija, pero la diferencia frente a los créditos en tasa variable es relativamente pequeña. En cambio, la tasa de interés de los préstamos con garantía es sustancialmente menor que la de aquellos que no tienen garantía (diferencia de 3.7 puntos porcentuales entre unos y otros). Como era de esperar, los créditos extendidos a las firmas

Cuadro 1. Competencia bancaria y costos de financiamiento de las firmas: primeros resultados

Variables	Real Interest Rate (1)	Real Interest Rate (2)	Real Interest Rate (3)	Real Interest Rate (4)
Índice de Lerner	0.867*** (0.214)	0.638*** (0.202)	-0.006 (0.233)	0.818*** (0.273)
Ln Loan Amount	-1.348*** (0.008)	-1.076*** (0.008)	-1.035*** (0.010)	-1.019*** (0.013)
Loan's Maturity	0.082*** (0.004)	0.057*** (0.004)	0.042*** (0.004)	0.052*** (0.006)
Fixed	0.334*** (0.023)	0.358*** (0.022)	0.338*** (0.022)	0.292*** (0.031)
Collateral	-2.466*** (0.027)	-3.313*** (0.029)	-3.547*** (0.032)	-3.663*** (0.042)
Bank's Ln (Assets)	0.495*** (0.118)	0.793*** (0.112)	1.764*** (0.145)	2.378*** (0.173)
Bank's Roa	-0.100*** (0.026)	-0.019 (0.024)	0.076*** (0.027)	0.145*** (0.031)
Bank's Leverage	-0.164*** (0.011)	-0.159*** (0.010)	-0.167*** (0.011)	-0.185*** (0.015)
>70% Commercial Loans	-0.261*** (0.071)	-0.303*** (0.068)	-0.273*** (0.073)	-0.173* (0.099)
Observations	821.382	818.793	802.232	580.081
R-squared	0.364	0.473	0.590	0.726
Firm Fixed Effects	✗	✓	✓	✓
Time Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Bank Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Industry Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Firm-Time Fixed Effects	✗	✗	✗	✓
Firm-Bank Fixed Effects	✗	✗	✓	✓

Robust standard error in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: cálculos de los autores.

grandes son más baratos y el costo del crédito se incrementa con la duración de este. Un resultado interesante es que el tamaño y la liquidez de los bancos inciden sobre el costo de sus créditos, incluso cuando se controla por el poder de mercado de estos. Finalmente, los resultados no cambian mucho ante las distintas especificaciones (inclusiones y exclusiones) de efectos fijos.

Información asimétrica y efectos heterogéneos

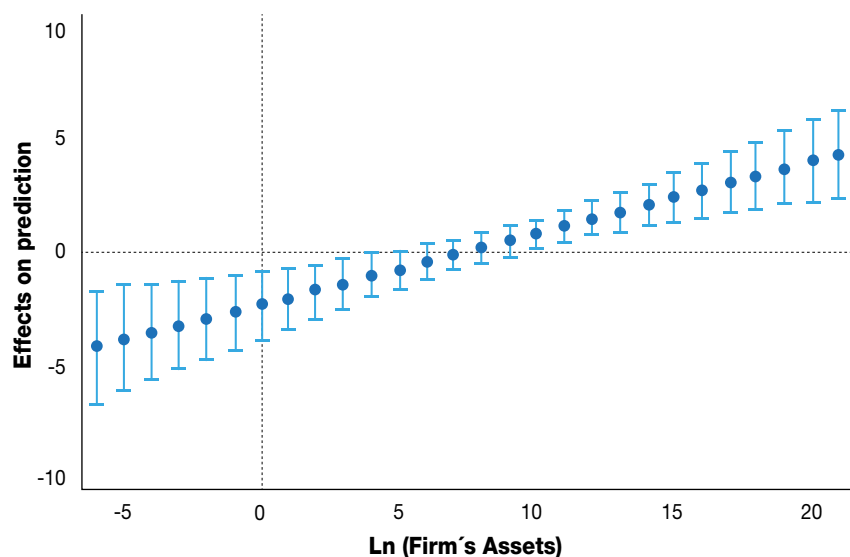
Los resultados presentados en el cuadro 1 no son suficientes para identificar los canales a través de los cuales el poder de mercado afecta el costo de financiamiento de las firmas. Para este fin exploramos distintas interacciones del poder de mercado con distintas variables propias de los bancos y las firmas. Primero, exploramos la interacción entre el poder de mercado y el tamaño de las firmas, que se ha usado en estudios como el de Fungacova *et al.* (2017). Luego usamos la que consideramos una mejor aproximación al efecto de la información asimétrica: la interacción entre el poder de mercado y la duración de la relación firma-banco.

El cuadro 2 presenta los resultados de las estimaciones cuando se incluyen las dos interacciones mencionadas en el párrafo anterior. Como el signo del índice de Lerner en nuestra especificación preferida (columna 5) es negativo y la interacción es positiva, el efecto total del poder de mercado sobre las tasas de interés depende de manera crucial del tamaño de las firmas. De hecho, como se muestra en el gráfico 3, reducciones en el poder de mercado reducen el costo de financiamiento de las firmas grandes, pero incrementa el de las pequeñas. Este



“En lo referente a la relación entre competencia bancaria y costos de financiamiento, mostramos que en promedio aumentos en el poder de mercado de los bancos llevan a incrementos en los costos de financiamiento bancario percibidos por las firmas. Sin embargo, los resultados son heterogéneos dependiendo de las características de las firmas y de la duración de sus relaciones bancarias.”

Gráfico 3. Efectos heterogéneos del poder de mercado: el papel del tamaño de la firma



Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro 2. Competencia bancaria y costos de financiamiento de las firmas: el efecto del tamaño de la firma

Variables	Real Interest Rate (1)	Real Interest Rate (2)	Real Interest Rate (3)	Real Interest Rate (4)
Índice de Lerner	10.825*** (0.334)	-0.504 (0.401)	-1.069** (0.457)	-3.052*** (0.766)
Ln (Assets) & Lerner	-1.129*** (0.031)	0.120*** (0.041)	0.118** (0.048)	0.409*** (0.081)
Ln Loan Amount	-1.237*** (0.008)	-1.079*** (0.008)	-1.036*** (0.010)	-1.019*** (0.013)
Loan's Maturity	0.076*** (0.004)	0.059*** (0.004)	0.042*** (0.004)	0.052*** (0.006)
Fixed	0.365*** (0.023)	0.349*** (0.022)	0.339*** (0.022)	0.293*** (0.031)
Collateral	-2.676*** (0.028)	-3.307*** (0.029)	-3.546*** (0.032)	-3.661*** (0.042)
Bank's Ln (Assets)	0.590*** (0.120)	0.761*** (0.113)	1.760*** (0.145)	2.369*** (0.173)
Bank's Roa	-0.108*** (0.026)	0.011 (0.024)	0.076*** (0.027)	0.150*** (0.031)
Bank's Leverage	-0.132*** (0.011)	-0.154*** (0.011)	-0.170*** (0.011)	-0.195*** (0.015)
>70% Commercial Loans	-0.482*** (0.072)	-0.230*** (0.068)	-0.250*** (0.073)	-0.098 (0.098)
Length of Relationship	0.005*** (0.002)	0.038*** (0.002)	-224.159.608 (1.114e+08)	-13.574 (227.342.081)
Observations	821.378	818.790	802.229	580.079
R-squared	0.369	0.474	0.590	0.726
Firm Fixed Effects	✗	✓	✓	✓
Time Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Bank Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Industry Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Firm-Time Fixed Effects	✗	✗	✗	✓
Firm-Bank Fixed Effects	✗	✗	✓	✓

Robust standard error in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: cálculos de los autores.

resultado coincide con los de Fun-gacova *et al.* (2017). La inclusión de los efectos fijos adecuados es clave, puesto que los resultados dependen importantemente de los distintos efectos fijos que se incluyan.

El cuadro 3 muestra los resultados de estimaciones similares, pero que

incluyen la interacción entre el poder de mercado y la duración de las relaciones bancarias. Los resultados de nuestra especificación favorita (aquella más saturada de efectos fijos) muestran que el efecto total del poder de mercado sobre los costos de financiamiento de las firmas depende de forma crucial de la duración de

la relación bancaria. Las firmas con relaciones bancarias cortas se ven afectadas en mayor medida por el incremento del poder de mercado de los bancos (el costo del crédito para ellas se incrementa fuertemente al subir el poder de mercado del banco que extiende dicho crédito), ver gráfico 4.

**Cuadro 3. Competencia bancaria y costos de financiamiento de las firmas:
el efecto de la duración de las relaciones bancarias**

Variables	Real Interest Rate (1)	Real Interest Rate (2)	Real Interest Rate (3)	Real Interest Rate (4)
Índice de Lerner	2.082*** (0.246)	2.155*** (0.234)	2.170*** (0.294)	3.132*** (0.345)
Ln Loan Amount	-1.347*** (0.008)	-1.078*** (0.008)	-1.034*** (0.010)	-1.018*** (0.013)
Loan's Maturity	0.081*** (0.004)	0.059*** (0.004)	0.042*** (0.004)	0.051*** (0.006)
Fixed	0.335*** (0.023)	0.346*** (0.022)	0.333*** (0.022)	0.288*** (0.031)
Collateral	-2.467*** (0.027)	-3.305*** (0.029)	-3.546*** (0.032)	-3.662*** (0.042)
Bank's Ln (Assets)	0.556*** (0.018)	0.832*** (0.013)	1.780*** (0.144)	2.367*** (0.171)
Bank's Roa	-0.075*** (0.026)	0.048** (0.024)	0.134*** (0.027)	0.202*** (0.031)
Bank's Leverage	-0.192*** (0.011)	-0.186 (0.011)	-0.215*** (0.012)	-0.230*** (0.015)
>70% Commercial Loans	-0.259*** (0.071)	-0.242*** (0.068)	-0.269*** (0.073)	-0.173* (0.099)
Length of Relationship	-0.442*** (0.005)	-0.095*** (0.005)	42.209.647 (1.086e+08)	3.719 (227.794.629)
Length of Relationship & Lerner	-0.120*** (0.012)	-0.150*** (0.011)	-0.177 (0.013)	-0.185 (0.017)
Observations	821.382	818.793	802.232	580.081
R-squared	0.364	0.474	0.590	0.726
Firm Fixed Effects	✗	✓	✓	✓
Time Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Bank Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Industry Fixed Effects	✓	✓	✓	✓
Firm-Time Fixed Effects	✗	✗	✗	✓
Firm-Bank Fixed Effects	✗	✗	✓	✓

Robust standard error in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: cálculos de los autores.

Por cuestión de espacio, en este documento no se presentan los resultados de las estimaciones cuando se utilizan las otras tres medidas de poder de mercado de los bancos. Los resultados, sin embargo, son cualitativamente idénticos a los que se muestran acá para el índice de Lerner.

Conclusiones

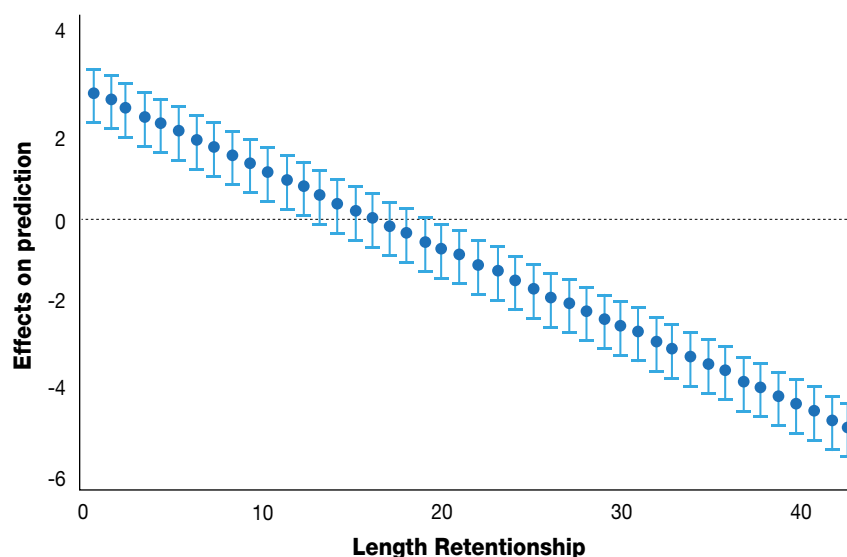
En este trabajo se estudia la relación entre el poder de mercado de los bancos y el costo de financiamiento bancario de las firmas no financieras en Colombia. Construimos una base de datos especialmente rica que relaciona datos de préstamos

individuales con datos a nivel de firma y de banco. Construimos distintas medidas de poder de mercado, siguiendo la literatura reciente que señala que las aproximaciones conductuales son más adecuadas que las estructuralistas para medir la competencia bancaria y el poder de mercado.

Nuestros resultados muestran que el nivel de competencia bancaria exhibe una importante variación a lo largo de las últimas dos décadas. Identificamos periodos en los cuales aumentó (por ejemplo, 2006-2008 y 2011-2012) y otros en los cuales disminuyó o se mantuvo relativamente constante (como en los últimos dos años de la muestra).

En lo referente a la relación entre competencia bancaria y costos de financiamiento, mostramos que en promedio aumentos en el poder de mercado de los bancos llevan a incrementos en los costos de financiamiento bancario percibidos por las firmas. Sin embargo, los resultados son heterogéneos dependiendo de las características de las firmas y de la duración de sus relaciones bancarias. 

Gráfico 4. Efectos heterogéneos del poder de mercado: el papel de la duración de la relación bancaria



Fuente: cálculos de los autores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- | | |
|--|--|
| Beck T., Demirguc-Kunt A. and Maksimovic V. (2004), "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence", <i>Journal of Money, Credit and Banking</i> 36 (3), 627-48. | Haber S. (2009), Why Banks do Not Lend: The Mexican Financial System. In S. Levy and M. Walton (Eds.), <i>No Growth without Equity? Inequality, Interests, and Competition in Mexico</i> . |
| Boone J. (2008, August), "A New Way to Measure Competition", <i>Economic Journal</i> 118 (531), 1245-1261. | Hsiao C. (2003), Variable-Coefficient Models (2 ed.), pp. 141-187, Econometric Society Monographs, Cambridge University Press. |
| Carbo-Valverde S., Rodriguez-Fernandez F. and Udell G. F. (2009), "Bank Market Power and SME Financing Constraints", <i>Review of Finance</i> 13 (2), 309-340. | Neumark D. and Sharpe S. A. (1992), "Market Structure and the Nature of Price Rigidity: Evidence from the Market for Consumer Deposits", <i>The Quarterly Journal of Economics</i> 107 (2), 657-680. |
| Claessens S. and Laeven L. (2004, June), "What Drives Bank Competition? Some International Evidence", <i>Journal of Money, Credit and Banking</i> 36 (3), 563-583. | Petersen M. A. and Rajan R. (1995), "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships", <i>The Quarterly Journal of Economics</i> 110 (2), 407-443. |
| Fungacova Z., Shamshur A. and Weill L. (2017), "Does Bank Competition Reduce Cost of Credit? Cross-Country Evidence from Europe", <i>Journal of Banking & Finance</i> 83 (C), 104-120. | Tabak B. M., Fazio D. M. and Cajueiro D. O. (2012), "The Relationship between Banking Market Competition and Risk-Taking: Do Size and Capitalization Matter?", <i>Journal of Banking & Finance</i> 36 (12), 3366-3381. |
| Gelos R. G. (2009, October), "Banking Spreads in Latin America", <i>Economic Inquiry</i> 47 (4), 796-814. | |

La persistencia de la coca en Colombia: el suplicio de Sísifo *



Por Ricardo Rocha García ¹

Resumen

El presente documento es un estudio empírico para 543 municipios, cubriendo el período 1999-2016, sobre las dinámicas de las superficies de coca, analizando su persistencia y endogeneidad con las políticas de control: erradicación aérea y manual, el desarrollo alternativo, las incautaciones y la destrucción de laboratorios. Así como las superficies orientan la implementación, lo mismo ocurre en sentido contrario, con efectos indeseados y no inmediatos. Las extensiones de los cultivos contemplan tanto la cosecha, como la siembra, utilizando información censal y sumándole un estimativo de la erradicación. Los hechos estilizados muestran altibajos en esfuerzos y resultados, así como limitada integralidad y cobertura.

* Síntesis de los principales resultados de una investigación independiente realizada durante el último trimestre de 2017. La versión completa se encuentra disponible en el No 483 de 2018 de la serie Archivos de Economía del Departamento Nacional de Planeación. Los errores, opiniones, limitaciones y omisiones son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a las personas e instituciones aquí mencionadas.

¹ E-mail: ricardorochagarcia@yahoo.es

La relación entre las áreas y las políticas fue estimada mediante un modelo dinámico de datos panel, considerando las relaciones de endogeneidad y temporalidad, mostrando una elevada inercia de la coca y exogeneidades anuales, las cuales fueron mitigadas parcialmente por los efectos rezagados de la erradicación y del desarrollo alternativo, quedando pendiente de intervenir sus determinantes estructurales.

Antecedentes

Los cultivos de coca han prevalecido en Colombia a pesar de los esfuerzos desplegados por las políticas de sustitución, fumigación y erradicación, en medio de la preocupación por los desestabilizadores efectos ya conocidos. Tras caer al nivel más bajo de este siglo en 2012-2013, el área sembrada de coca retornó en 2016 a su récord histórico. A continuación se presentan los principales resultados de una investigación independiente que pretende contribuir al entendimiento sobre los determinantes de la inercia y la eficacia de las políticas, utilizando información pública con metodologías explícitas y replicables.

En Colombia, la producción de la coca se insertó en la colonización de la frontera agrícola, afectando aproximadamente a una cuarta parte del territorio nacional, en municipios marginados del progreso económico y social, vinculando a los agricultores más vulnerables por su pobreza y aislamiento, dando lugar a dinámicas características de las bonanzas de los enclaves productivos basadas en el monocultivo. La inercia y el rebote en las siembras han sido la respuesta de una economía de subsistencia ante una perturbación exógena al mercado, tal como sería la adversi-

dad derivada de las políticas, de allí que los cultivadores mitiguen riesgos mediante la renovación, el replante, la fragmentación de lotes, las protestas y la siembra de nuevas áreas, junto con la promoción y resistencia violenta por parte de la criminalidad y la insurgencia. Todo lo anterior, en medio de una vasta geografía con una precaria oferta de bienes públicos, incluidos el desarrollo rural y la seguridad.

En el mencionado contexto, los cultivos ilícitos y sus políticas se tornaron endógenos, es decir, se determinaron mutuamente, con efectos indeseados sobre su efectividad y la sostenibilidad de dichas políticas de contención. La implementación hizo énfasis en la erradicación para reducir y contener la cosecha de coca, pero dado su efecto transitorio, posteriormente era necesario erradicar y así sucesivamente. La erradicación por aspersión aérea y manual se aplicó en medio de la confrontación con las guerrillas y grupos paramilitares. El desarrollo alternativo se implementó condicionado a la erradicación, buscando su mitigación y contención. Así, las políticas de contención de corto plazo se volvieron permanentes y principales, sin alterar significativamente las condiciones locales de marginalidad y vulnerabilidad, permitiendo la supervivencia de la mayoría de los tradicionales *clusters* cocaleros y la conformación de nuevos.

El período analizado comienza con el Plan Colombia y la cofinanciación internacional, principalmente de Estados Unidos (1999-2002), el cual coincide con un récord histórico de hectáreas cultivadas, las negociaciones de paz del gobierno con la guerrilla de las FARC y el escalamiento del conflicto armado con los paramilitares. Su componente

“Las políticas de contención de corto plazo se volvieron permanentes y principales, sin alterar significativamente las condiciones locales de marginalidad y vulnerabilidad, permitiendo la supervivencia de la mayoría de los tradicionales *clusters* cocaleros y la conformación de nuevos.”

antinarcóticos desplegó planes para el Putumayo y el Sur de Bolívar, combinando activamente aspersión y contrainsurgencia, apoyos productivos, programas de atención humanitaria, promoción de los derechos humanos, titulación de tierras, prevención de violencia y delito, mejoramiento institucional, ampliación de la red educativa, vías y obras de infraestructura.

Durante el resto de la vigencia del Plan Colombia se implementó la política de coca cero (2003-2009), de acuerdo con el Consejo Nacional de Política Económica y Social Conpes 3218 de 2003, condicionando el desarrollo alternativo a la erradicación previa y a la política de seguridad. Entonces se sumó la erradicación manual forzosa de los Grupos Móviles de Erradicación. También se estableció el Programa de Familias Guardabosques, una transferencia monetaria condicionada a contratos colectivos por no cultivar ilícitos. En 2004 se creó el Centro de Coordinación de la Acción Integral para el desarrollo de los territorios recuperados por el Plan Colombia, dentro de la estrategia contrainsurgente de *clear-hold-build*, y durante 2007-2009 se desplegó su programa piloto, el Plan de Consolidación Integral de La Macarena. El Programa de Erradicación de Cultivos Ilícitos con el herbicida glifosato se hizo extensivo en 2005 a los parques nacionales. Este período coincidió con el proceso de paz con los paramilitares de 2003-2008 y una expansión en el cultivo.

Tras la nacionalización del Plan Colombia y la necesidad de buscar mejores resultados, el Conpes 3669 de 2010 vinculó el desarrollo alternativo y la erradicación manual al Plan Nacional de Consolidación Territorial, como estrategia de acción integral y secuencial para llevar la oferta estatal de seguridad, protección ciudadana y desarrollo social, económico e institucional a los territorios afectados por los grupos armados ilegales y el narcotráfico. Allí se propuso generalizar el protocolo

Programas contra Cultivos Ilícitos y los Grupos Móviles de Erradicación. Hasta 2013 el área cultivada se redujo sostenidamente hasta llegar a su mínimo histórico.

Luego en 2014, el gobierno de Colombia y las FARC, una guerrilla que buscó financiamiento y apoyo político en los territorios cocaleros, anunciaron un preacuerdo para reorientar la estrategia hacia un programa de sustitución compensada y su articulación con una reforma rural.



Foto: EFE:

de coca cero, es decir, el compromiso comunitario de no siembra, ni resiembra, para acceder al desarrollo alternativo, y la concertación para la erradicación manual, quedando para el resto de casos de siembra la judicialización efectiva de productores, la extinción de dominio y la erradicación forzosa. En 2011 se creó la Unidad Administrativa de Consolidación Territorial como parte del Departamento Administrativo para la Prosperidad Social, retomando los

Allí se propuso el Programa Nacional Integral de Sustitución de Cultivos de Uso Ilícito (PNIS), mediante la creación de oportunidades productivas y laborales, el acceso a tierras, la integración territorial e inclusión social, con fortalecimiento institucional y de capacidades participativas. Además, se ofrecieron programas de seguridad para las comunidades y los territorios, que incluirían protección, interdicción, judicialización y el desminado, así como el tratamiento penal diferenciado para productores con extinción de la acción penal, tras dos años de la sustitución. En los casos

de no suscripción voluntaria o incumplimiento de compromisos de sustitución, se procedería a la erradicación manual, previo un proceso de socialización e información con las comunidades, quedando la aspersión como un recurso excepcional. En 2014, la aspersión de los parques nacionales fue prohibida por el Consejo de Estado, y en 2015 el Consejo Nacional de Estupefacientes suspendió la aspersión con glifosato, invocando riesgos para la salud pública. A fina-

les de 2016 se firmó el acuerdo de paz y las superficies recuperaron sus niveles de comienzos de siglo.

Durante el período analizado, se identificaron cuatro grandes hitos y tres etapas en la formulación de políticas: la implementación del Plan Colombia (1999-2002), la política de coca cero (2003-2009), el Plan Nacional de Consolidación Territorial (2010-2016), y el anuncio de la sustitución compensada en las negociaciones de paz (2014).

De esta manera, las políticas migraron desde la órbita de la política de seguridad nacional en un contexto de conflicto interno hacia un anunciado énfasis en desarrollo rural y control territorial, una vez suscritos los acuerdos de paz. Se privilegió durante todo el período la erradicación, así como sus resultados sobre el área cosechada y las intervenciones de corto plazo, buscando mitigar y contener la persistencia.

La efectividad de las políticas ha sido motivo de intenso debate en la opinión pública y crecientemente materia de estudios, donde el tema de la endogeneidad entre los instrumentos y de estos con las superficies aún es incipiente.

La endogeneidad o la mutua causalidad entre la coca y los instrumentos de política implicaría que las estimaciones econométricas con modelos de datos de panel, que combinan series de tiempo y corte transversal, incluyendo rezagos de la variable explicada, derivan en resultados sesgados e ineficientes, pues las variables explicativas se comportan determinísticamente, estando correlacionadas entre sí y con los errores, acarreando problemas de inconsistencia.

Una solución a lo anterior consiste en utilizar el Método Generalizado de Momentos, una técnica econométrica con múltiples aplicaciones, la cual consiste en esencia en reemplazar las variables originales que presentan relaciones de endogeneidad, por sus propios valores rezagados y sus diferencias, optimizando así el uso de la información disponible.

La implementación en la práctica

Durante lo corrido del presente siglo las trayectorias de las superficies de coca y de los principales instrumentos de política reflejan altibajos en esfuerzos y resultados.

El último repunte en los cultivos fue precedido de un rebote antes de 2008 y un descenso hasta 2012. La erradicación, el desarrollo alternativo y su financiación aumentaron durante la mitad del período y lo contrario en los restantes, mientras que la interdicción fue creciente. Si se añade la superficie erradicada a la censada, la superficie sembrada se habría reportado en casi la mitad de los municipios del país y habría duplicado el área cosechada. Los análisis de correlaciones muestran un cambio de énfasis desde la erradicación hacia la interdicción y el desarrollo alternativo.

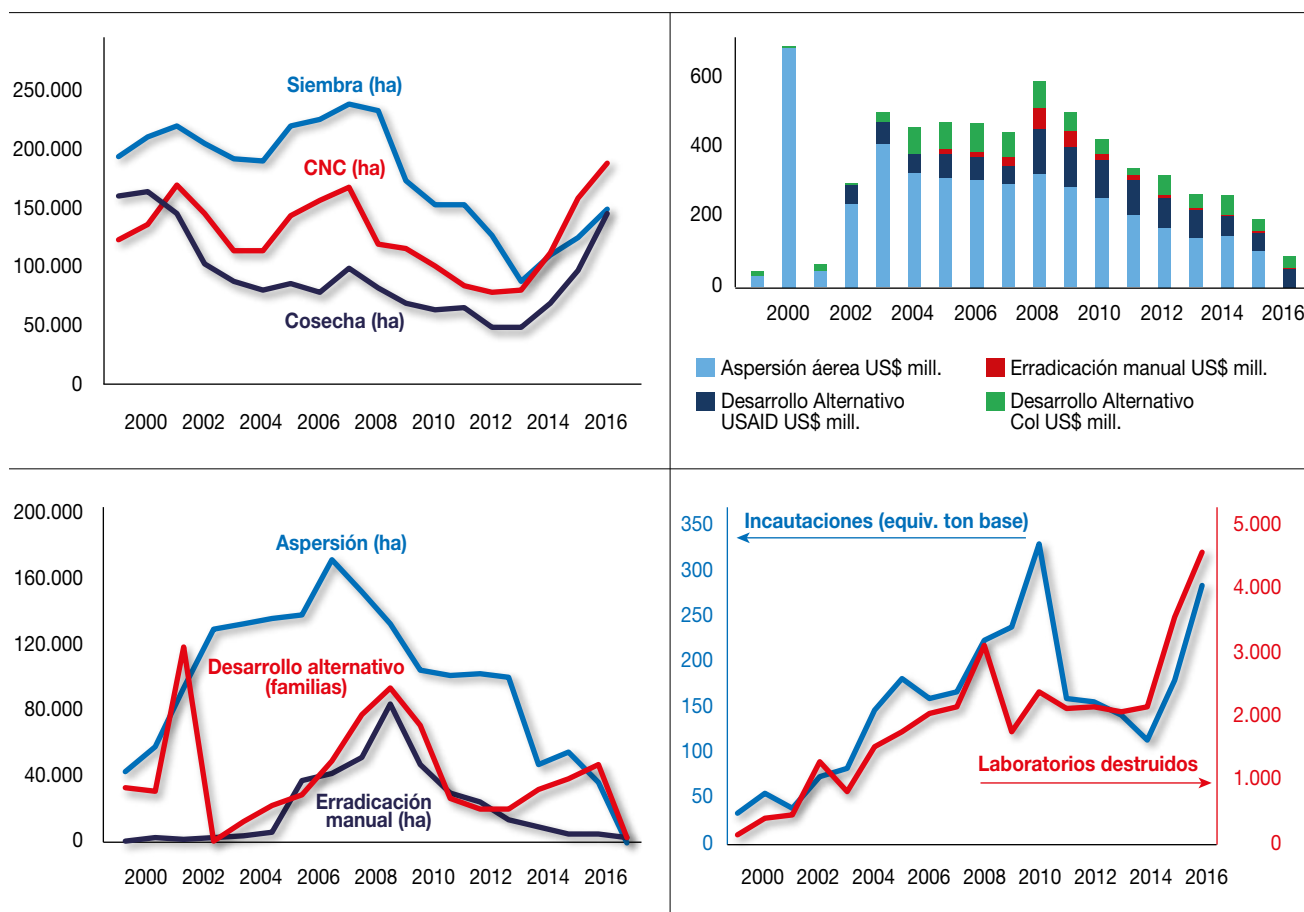
Las superficies de coca que anualmente se reportan corresponden a la Oficina de Naciones Unidas contra la Droga y el Delito (UNODC) y al Centro de Crimen y Narcóticos (CNC) de la Agencia Central de Inteligencia de Estados Unidos (CIA). Con ello se tendría un estimativo del área sembrada, la cual comprendería 543 municipios, casi la mitad de los existentes.

Durante 1999-2016, en un 57% de las observaciones a escala municipal se reportaron incautaciones, en un 31% erradicación manual, en un 29% destrucción de laboratorios, en un 15% desarrollo alternativo y en un 14% aspersión. La coincidencia municipal de la siembra con las incautaciones fue del 35%, con la erradicación manual fue del 31%, con la destrucción de laboratorios del 25%, con la aspersión un 14% y con el desarrollo alternativo el 11%. Solo en un 4% de las observaciones coincidieron conjuntamente la interdicción, el desarrollo alternativo y la erradicación. En una tercera parte de la información la coca había sido reportada donde ya existía a pesar de las políticas.

La trayectoria el área reportada por UNODC, primero descendió de 160.000ha a 78.000 entre 1999 y 2006, luego repuntó a 98.000ha en 2007 para luego caer a 48.000 en 2012, y finalmente remontó a las 148.000 en 2016 (gráfico 1). La trayectoria del área sembrada casi dobla a la anterior, revelando en 2001 un repunte a las 218.000ha y valores muy superiores en 2007 y 2012. Entre las dos mencionadas trayectorias se han movido los estimativos del CNC. Las tres mediciones coinciden en mostrar repuntes de la coca en la mitad del período y convergen al final.

Durante 1999-2016, el gasto directo de las políticas de erradicación y desarrollo alternativo sumó US\$6.362 millones, para un promedio anual de US\$358 millones, un 71% destinado a la erradicación, principalmente mediante aspersión área y financiada por Estados Unidos. Durante 2003-2009, el gasto promedio anual se elevó a US\$493 millones y luego descendió hasta US\$87 millones en 2016, mien-

Gráfico 1. Superficie de coca e instrumentos de política (1999-2016)



Fuente: elaboración del autor con base en UNODC, CNC, DPS, USAID, MJD.

tras que aumentaba la participación del desarrollo alternativo.

La implementación privilegió la erradicación sobre los demás instrumentos de política. Entre 1999 y 2016, se reportó la erradicación de más de 2 millones de ha, un 82% mediante aspersión aérea y el resto a través de la erradicación manual, con promedios anuales de 97.000 y 21.000ha, respectivamente. El mayor repunte de la aspersión aérea se dio desde las 43.000ha hasta las 130.000 entre 1999 y 2002, para luego promediar 139.000ha durante 2003-2009, y luego decrecer hasta

su prohibición en 2016. Por su parte, la erradicación manual, luego de promediar 39.000ha anuales entre 2003 y 2009, finalmente se redujo a poco más de 5.000 en 2016.

Entre tanto, la interdicción aumentó sostenidamente tanto en términos de destrucción de laboratorios, como de incautaciones de producto terminado. Al mismo tiempo, las familias involucradas en los programas de desarrollo alternativo promediaron aproximadamente 41.000 durante todo el período, elevándose a 51.000 durante 2003-2009, para luego promediar cerca de 23.000 familias.

La endogeneidad entre las políticas y las superficies se hace evidente en términos de las correlaciones. Las superficies sembradas (cosechadas) estuvieron correlacionadas en 0.83 (0.44) con la aspersión, en 0.49 (0.24) con la erradicación manual, en 0.53 (0.45) con la destrucción de laboratorios, en 0.31 (0.30) con las incautaciones y en 0.24 (0.28) con el desarrollo alternativo.

La correlación de las cosechas con la aspersión y la erradicación casi se duplica cuando se compara con las siembras, resultado de sumarle a estas últimas la aspersión y la erra-

dicación. La erradicación y la interdicción han estado correlacionadas con la destrucción de laboratorios (0.37 cuando se trata de aspersión y 0.44 con la erradicación manual). Las incautaciones tienen una correlación de 0.41 con la destrucción de laboratorios.

Los cambios en la política también se aprecian cuando las correlaciones se calculan anualmente. Hasta 2002 resultaba claro el énfasis del Plan Colombia en la aspersión y el desarrollo alternativo. Después, entre 2003 y 2009, una vez se implementó la política de *cero coca*, el análisis de correlaciones muestra que se privilegiaron la erradicación y la destrucción de laboratorios. Posteriormente, con la Política de Consolidación Territorial, se dio un mayor énfasis en el desarrollo alternativo y las incautaciones, junto con una reducción de la erradicación.

La correlación entre la aspersión y las superficies sembradas osciló en torno al 90% hasta 2014 cuando comenzó su caída. Para el desarrollo alternativo, las correlaciones superaron el 30% durante 1999-2002 y luego se postraron en 2003-2009. Desde entonces se incrementaron hasta un 40% en 2016. A partir de 2004 las correlaciones de la erradicación manual y destrucción de laboratorios repuntaron por encima del 60%. Mientras las correlaciones de las incautaciones, la destrucción de laboratorios y el desarrollo alternativo aumentaron a partir de 2014, en contraste con la caída de la erradicación.

Durante 1999-2016, las superficies sembradas casi doblaron las áreas cosechadas, debido a la erradicación, configurándose en un indicador de su resultado y el principal de toda



la estrategia, subestimando la magnitud de la afectación territorial y el esfuerzo requerido, privilegiando la implementación de la erradicación. La escala de la instrumentación y su composición estuvo determinada por su financiamiento, correspondiéndole la mayor participación a la aspersión aérea y durante el período 2003-2009. La implementación permite identificar un énfasis en la aspersión aérea desde 1999-2002, posteriormente el realce de la erradicación manual y la interdicción en 2003-2009, y luego el declive de la erradicación. Las superficies de coca estuvieron estrechamente correlacionadas con la aspersión, con la erradicación manual y con la destrucción de laboratorios, y en menor medida con las incautaciones y el desarrollo alternativo.

La inercia y la efectividad de las políticas

Para la estimación de la relación entre las superficies y las políticas de control se recurrió a un modelo dinámico de datos de panel de los

cambios en las superficies de coca, los cuales dependen de sí mismos considerando su rezago y capturando la persistencia con respecto al período anterior. Las áreas también se explican por los cambios rezagados en variables explicativas como aspersión área, la erradicación manual, el desarrollo alternativo, la destrucción de laboratorios y las incautaciones.

Según el Método Generalizado de Momentos, el modelo se fundamenta en la sustitución de las variables según su exogeneidad. Se utilizaron los propios rezagos para sustituirlos como instrumentos para el caso de las variables predeterminadas y las endógenas, mientras que se usaron sus propias diferencias cuando se consideraban exógenas.

Las variables endógenas serían determinadas dentro del modelo, tal como sería el caso de las superficies de coca rezagadas. Algo similar ocurriría con la aspersión, la erradicación y la destrucción de laboratorios, como actividades que consultan las superficies de la coca. *Las variables*

predeterminadas son aquellas establecidas parcialmente por fuera del modelo, tal como ocurriría con los programas de desarrollo alternativo condicionados a la erradicación y los cuales tienen tiempos de maduración. *Las variables estrictamente exógenas* son las determinadas por fuera del modelo y corresponden a variables dicótomas anuales como efectos fijos de tiempo y a las incautaciones de producción realizadas independientemente de los cultivos.

Los modelos para la coca cosechada y sembrada incorporan información rezagada de las variables explicativas que resultaron con los signos esperados y elevada significancia estadística individual. Su interpretación corresponde a cambios en las hectáreas sembradas que en promedio ocurrirían a escala municipal debido a un incremento en una unidad adicional de una variable explicativa, permaneciendo lo demás constante (gráfico 2).

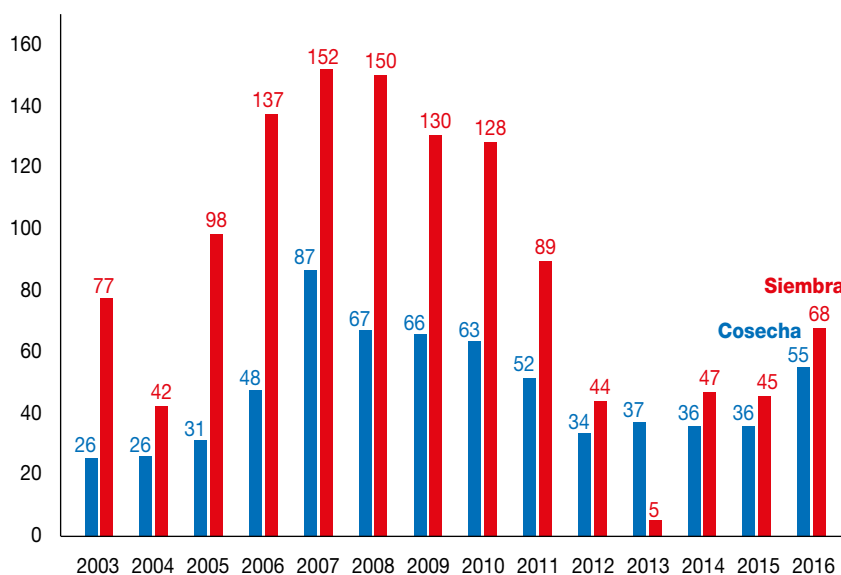
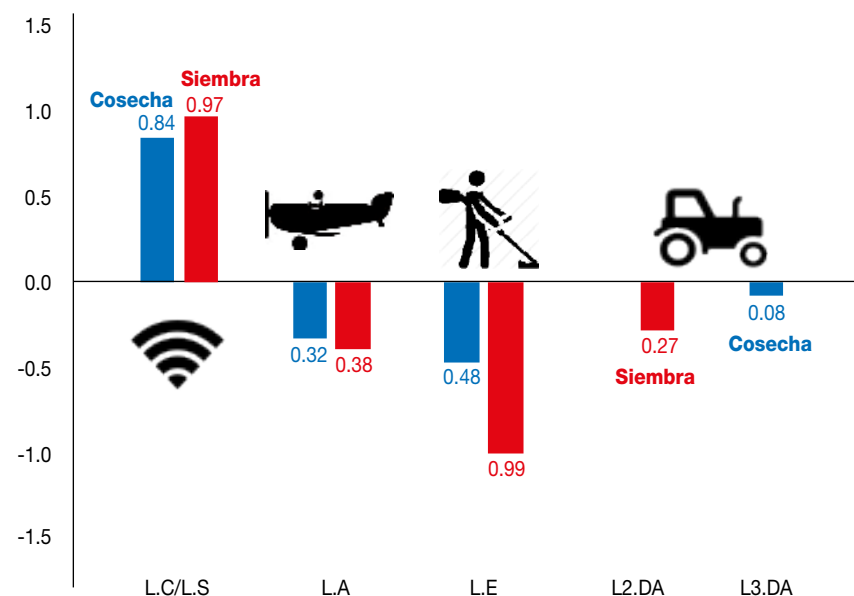
De acuerdo con el modelo para la cosecha, el efecto rezagado de la coca o la inercia de una hectárea adicional sobre el período siguiente es de 0.84ha. De igual manera, incrementar en una hectárea la erradicación manual ocasiona un año después una reducción de 0.48ha cosechadas y de 0.32ha luego de una aspersión aérea de glifosato. Por su parte, la atención de una familia mediante un programa de desarrollo alternativo transcurridos tres años le correspondería una reducción de 0.08ha cosechadas. Las incautaciones y la destrucción de laboratorios no fueron significativos desde el punto de vista estadístico.

Además, se estimó un modelo dinámico para la coca sembrada con resultados similares en términos de variables y significancia estadística,

pero con mayores coeficientes que los estimados con el modelo para cosechas (gráfico 2). La inercia de la siembra es de 0.97ha, superior en un 15%; a la aspersión aérea de glifosato le correspondería un efec-

tor retardado de -0.38ha; mientras que la respuesta rezagada a la erradicación manual sería de -0.99ha sembradas. Finalmente, el desarrollo alternativo reduce la cosecha en 0.27ha luego de dos años.

Gráfico 2. Coeficientes de las variables explicativas de los cambios en las áreas de la coca (ha)



Fuente: elaboración del autor con base en UNODC, CNC, DPS, USAID, MJD.



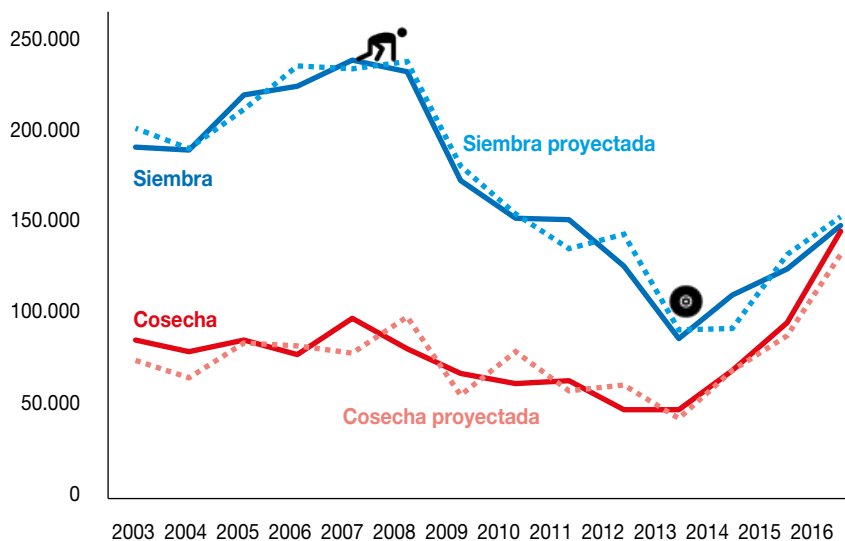
Foto: Fragmento de la obra de Henri Eisenberg "Le Mythe des Sisyphe".

En ambos modelos, las *dummies* anuales revelaron la existencia de exogeneidades alcistas al comienzo y al final del período.

Este modelaje tiene la capacidad de replicar la interacción entre los cultivos de coca y las políticas

públicas, así como la tensión entre la inercia del crecimiento rezagado de la coca y la respuesta del gobierno. De hecho, una proyección realizada para 2017 arrojó cerca de 175.000ha cosechadas, mientras que el respectivo reporte de UNODC fue de 171.000ha (gráfico 3).

Gráfico 3. Proyección de la superficie de coca (2003-2016, hectárea)



Fuente: elaboración del autor.

Conclusiones

Tradicionalmente, metas y resultados se han medido según el área cosechada, neta de la erradicación, privilegiándose esta última, con efectos transitorios y requiriéndose de sucesivas erradicaciones.

Así, los cultivos ilícitos y sus políticas se tornaron endógenas, determinándose mutuamente, con efectos indeseados sobre su efectividad y sostenibilidad. Los instrumentos y metas de corto plazo, como la erradicación, se volvieron permanentes y principales dentro de la estrategia, sin alterar la competitividad.

Los resultados de los modelos destacan la inercia de los cultivos, el efecto rezagado de las políticas y la persistencia de factores exógenos. La erradicación forzosa disminuyó los cultivos transcurrido un año y el desarrollo alternativo luego de dos y tres años. Los factores exógenos resultaron evidentes al principio y al final del período, coincidiendo con el Plan Colombia y el anuncio de la sustitución compensada.

Así, la dinámica de la coca ha mantenido un elevado componente inercial que ha sido mitigado de manera parcial y transitoria por los diferentes instrumentos, estando pendiente de intervenir sus determinantes estructurales.

Todo esto tiene un ominoso paralelo con Sísifo, quien a pesar de su reconocido ingenio para eludir la voluntad de los dioses, fue destinado a remontar una pesada roca hasta la cima del Tártaro y, una vez allí, esta rodaba, y todo comenzaba nuevamente. 

Retos en la financiación de infraestructura en Colombia



Por: Carlos Fradique-Méndez y César Felipe Rodríguez Parra *

Introducción

Colombia ha experimentado un crecimiento muy importante en la implementación del esquema de financiación de proyectos (*project finance*).¹ Si bien las concesiones de cuarta generación (4G) son responsables de gran parte del crecimiento reciente,² lo cierto es que Colombia ha recorrido una senda ascendente en el desarrollo de su infraestructura tanto pública como privada. A los grandes proyectos de carreteras se han sumado desde hace casi dos décadas aeropuertos, puertos, plantas de energía, líneas de transmisión, una planta de regasificación de última tecnología, refinerías y sistemas de transporte masivo de pasajeros.³

* Los autores son socios de Brigard & Urrutia abogados. E-mail: cfradique@bu.com.co

¹ Anif, Avances en la infraestructura 4G y sus impactos económicos. Tomado de la fuente: http://anif.co/sites/default/files/archivosgenerales/anif_en_baja_digital.pdf. Consulta 06/05/2019.

² ProColombia. Dimitri Zaninovich. *Colombia apuesta por la infraestructura*. Tomado de la fuente: http://www.procolombia.co/sites/default/files/webinar_colombia_is_betting_on_infrastructure.pdf. Página 21. Consulta 06/05/2019.

³ ProColombia. Mayo 29 de 2018. *Colombia apuesta fuertemente por la infraestructura*. Tomado de la fuente: <http://www.procolombia.co/noticias/en/colombia-bets-heavily-infrastructure>. Consulta 06/05/2019.

Las partes involucradas en la estructuración y financiación de proyectos han tenido que enfrentar y superar obstáculos de la más variada índole. Las condiciones climatológicas y geológicas adversas, los cambios drásticos en la tasa de cambio, los escándalos de corrupción, y las dificultades financieras de algunos constructores han sido el común denominador.

Considerando que se seguirán desarrollando proyectos en el país, este artículo expone tres retos de alto contenido jurídico, cruciales para el futuro de la estructuración y ejecución de la financiación de proyectos de infraestructura en el país. En primer lugar, las implicaciones de los procesos de restitución de tierras sobre los terrenos de un proyecto. En especial, se discutirá el impacto que pueden generar en la estructuración de las financiaciones, las restricciones para otorgar y ejecutar garantías a favor de los prestamistas y una eventual sentencia en la que se ordene la restitución del inmueble. En segundo lugar, el potencial impacto de los eventuales actos de corrupción de personas relacionadas con algunos de los proyectos, especialmente luego de la Sentencia de la Corte Constitucional que decidió la demanda de incons-

titucionalidad contra el artículo 20 de la Ley 1882 de 2018 (Ley 1882), que establece reglas para el cálculo del pago por terminación en casos de nulidad absoluta de los contratos de concesión y de Asociaciones Público-Privadas. Por último, la suficiencia de las garantías otorgadas a favor de los prestamistas *senior* dentro de un escenario de insolvencia.

Procesos de restitución de tierras

Los proyectos de infraestructura hacen un uso intenso de terrenos. Desde una planta de energía, pasando por un puerto y llegando a líneas de transmisión de energía, todos los proyectos deben asegurar el uso continuo y estable de grandes extensiones de tierra. Para promotores y para financiadores es fundamental entender la situación de los predios del respectivo proyecto.

En este aspecto, Colombia viene implementando mejoras normativas

para asegurar el acceso a los predios de los proyectos. La creación de un régimen especial para la expropiación e imposición de servidumbre sobre terrenos necesarios para proyectos de interés nacional ha empezado a agilizar el acceso a los predios para proyectos que antes simplemente eran inviables a causa de la no disponibilidad de los terrenos.⁴ De igual manera, se viene mejorando el esquema de titulación. Por ejemplo, el Conpes 3959 de 2016 establece la “*Política para la adopción e implementación de un catastro multipropósito rural-urbano*”. Asimismo, el Departamento Nacional de Planeación, en coordinación con el Instituto Agustín Codazzi, puso en marcha diferentes programas piloto para actualizar la información catastral del país. Por último, se expidió el Conpes 3959 de 2019 que establece un plan de acción hasta el año 2025,

⁴ Ley 1742 de 2014.



enfocado en el fortalecimiento institucional, la actualización catastral y la seguridad jurídica en las transacciones que incluyan predios.

Sin perjuicio de los adelantos en el tema predial, es necesario analizar las implicaciones que tiene el proceso judicial de restitución de tierras regulado por la Ley 1448 de 2011 (Ley de Víctimas) en las estructuras de financiación de los proyectos, puesto que, tanto la admisión de la demanda, como una sentencia que ordene la restitución tienen efectos muy relevantes en las decisiones de inversión y financiación de promotores y financiadores, respectivamente.

Según la Ley de Víctimas, que es un instrumento modelo de justicia transicional en el mundo⁵, cualquier persona que, como consecuencia de la violencia, hubiera sido despojada de un terreno que utilizaba en calidad de propietario, tenedor o poseedor desde 1991 hasta 2021 tiene derecho a solicitar ante un juez la restitución del respectivo predio.⁶

El efecto de la admisión de la demanda y su correspondiente inscripción en el folio de matrícula inmobiliaria es que los terrenos afectados quedan por fuera del comercio⁷ y, por lo tanto, no es posible inscribir ningún acto que pretenda disponer del derecho de dominio, lo que incluye transferencias de propiedad, creación de hipotecas, constitución de servidumbres y ejecución de garantías.

Por su parte, los efectos de una sentencia que ordene la restitución dependen de si el propietario actual (que para efectos del proceso se llama “opositor”) logró o no demostrar su buena fe exenta de culpa. Si bien en cualquier escenario el opositor debe restituir el bien y dado que no son

viables esquemas de conciliación o transacción que permitan al opositor conservar el terreno a cambio de una compensación, si se demuestra su buena fe exenta de culpa frente a los actos de despojo, el opositor tendrá derecho a una compensación. Si, por el contrario, el opositor no logra demostrar la calidad, no tiene derecho a recibir ninguna compensación.⁸

La anterior situación representa grandes retos en la estructuración y financiación de proyectos.

En primer lugar, sacar del comercio a los predios afectados con la demanda de restitución hace imposible que los financiadores tengan garantías suficientes sobre el proyecto.

En segundo lugar, el estándar de buena fe exenta de culpa ha sido interpretado jurisprudencialmente de manera estricta. Para las empresas, la buena fe no basta simplemente con hacer un estudio de títulos, sino que les aplica un estándar dinámico de la prueba, en donde deben demostrar que hicieron todas las acciones tendientes a establecer la titularidad del bien, de acuerdo con su capacidad financiera y experiencia.⁹

En tercer lugar, las facultades del juez de restitución de tierras son muy amplias, no solo durante el proceso, sino en la sentencia que resuelve el caso. Por ejemplo, el juez puede i) decretar las medidas caute-

lares que considere pertinentes para prevenir un daño inminente o para hacer cesar alguno que se estuviere causando; ii) ordenar la cancelación de la inscripción de cualquier derecho real que tuviera un tercero sobre el inmueble objeto de restitución; y iii) decretar la nulidad de actos administrativos como una licencia ambiental o un contrato de concesión.¹⁰ Esta circunstancia hace prácticamente imposible predecir los resultados del proceso de restitución antes del fallo definitivo, lo que vuelve incierto el derecho sobre los predios donde se desarrolla el proyecto.

En cuarto lugar, si la sentencia ordena la restitución y el pago de una compensación, no es clara ni la forma en la que se calculará la compensación y si la fuente será suficiente, en especial, cuando sobre los predios afectados se han invertido grandes sumas de dinero para construir un proyecto de infraestructura.

Por último, no es claro si después de restituido el predio es posible recuperar la operación del proyecto, por ejemplo, celebrando un contrato con los demandantes.

La combinación de los retos identificados, que se ilustran en el gráfico 1, obliga a los prestamistas y promotores a ser especialmente cautelosos con el estudio predial en proyectos en zonas que sufrieron situaciones de violencia. Como se anticipaba, no

⁵ Declaración de Alan Jara. <https://www.elspectador.com/colombia2020/opinion/reparacion-de-victimas-sin-antecedentes-en-el-mundo-columna-858991>

⁶ Ley 1448 de 2011. Artículo 3.

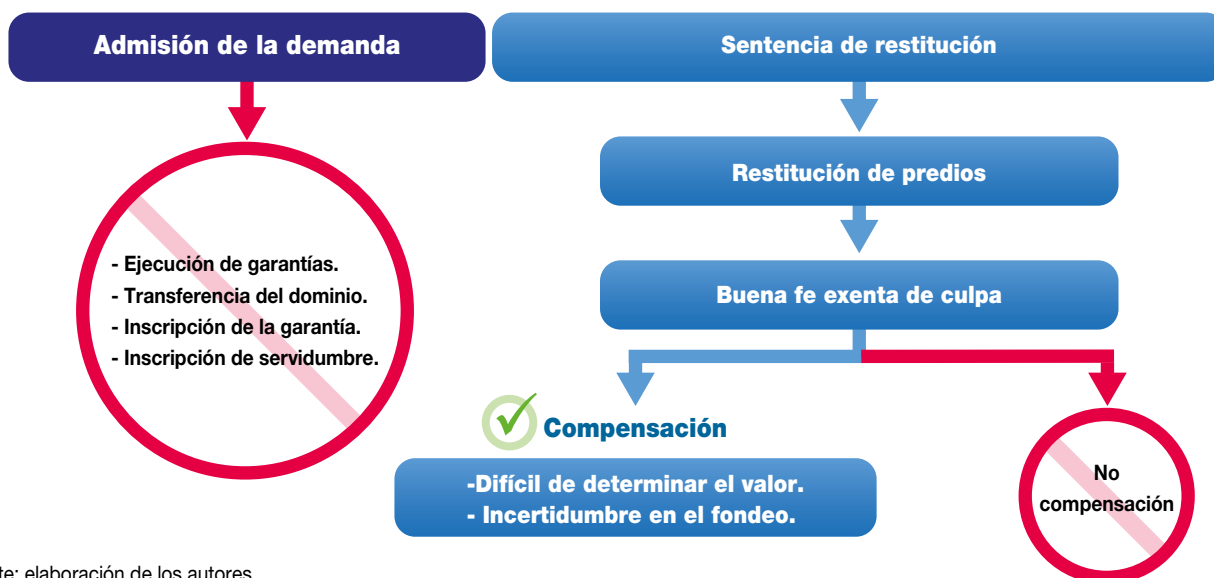
⁷ Ley 1448 de 2011. Artículo 86.

⁸ Ley 1448 de 2011. Artículo 98.

⁹ Sala Civil Especializada en Restitución de Tierras del Tribunal de Antioquia. Sentencia del 06 de octubre de 2015. M. P. Javier Enrique Castillo Cadena.

¹⁰ Ley 1448 de 2011. Artículo 77.

Gráfico 1. Implicaciones de un proceso de restitución de tierras



Fuente: elaboración de los autores.

basta con un exhaustivo estudio de títulos, es necesario realizar investigaciones socioeconómicas más profundas que ofrezcan certeza frente al traspaso legítimo de los predios. Si esta certeza no existe, posiblemente se presentarán dificultades para obtener financiación, o los prestamistas solicitarán como condición para los desembolsos las decisiones en firme de los jueces donde declaran que la restitución no procede.

El impacto de los actos de corrupción

Nuestro país sufrió importantes traumas por las investigaciones sobre los sobornos ofrecidos por Odebrecht en toda la región. Específicamente en el sector de infraestructura, la terminación anticipada del contrato de concesión de Ruta del Sol, Sector II, donde se investigaban los sobornos de Odebrecht (como accionista mayoritario de la concesión) a ciertos funcionarios del Estado,

generó gran incertidumbre en todos los participantes en el mercado.

Desde el punto de vista jurídico, ha sido trascendental la discusión sobre el pago por terminación anticipada que aplicaría cuando un contrato de Asociación Público-Privada (APP) o de concesión es declarado nulo por causa ilícita. Este tema llevó a que financiadores, constructores y gobierno pidieran conjuntamente al Congreso de la República una ley que aclarara el reconocimiento económico que aplicaría en estos escenarios. Como consecuencia, el artículo 20 de la Ley 1882 estableció que, para calcular el pago al que tendría derecho el contratista cuando se declara nulo un contrato de APP o de concesión, se reconocería el

valor indexado de los costos, las inversiones y los gastos ejecutados por el contratista, incluyendo los intereses, menos la remuneración y los pagos recibidos por el mismo en cumplimiento del objeto contractual.

El artículo 20 de la Ley 1882 fue muy controvertido porque fue percibido por algún sector de la opinión pública como una norma que no sancionaba de manera adecuada a los corruptos.¹¹ En este contexto, el entonces Contralor General de la República presentó una demanda solicitando que el artículo 20 se declarara parcialmente inconstitucional, argumentando que el parágrafo 1 i) configuraría implícitamente una limitación a la acción de extinción de dominio; y ii) pre-

¹¹ Revista *Semana*. (2019). El 'artículo' con el que el Estado terminaría pagándole a Odebrecht hasta por partida doble. Tomado de la fuente: <https://www.semana.com/nacion/articulo/el-articulo-con-el-que-el-estado-terminaria-pagandole-a-odebrecht-hasta-por-partida-doble/596656>. Consulta 05/06/2019.

miaría patrimonialmente la ejecución de actividades ilícitas originadas en el enriquecimiento ilícito, el perjuicio del tesoro público, o con el grave deterioro de la moral social, lo cual “*permitiría que los contratistas aumentaran su patrimonio y accedieran o consolidaran la titularidad de unos derechos patrimoniales con base en la ilicitud, contrariando la legalidad que necesariamente debe tener la propiedad en Colombia*”.

En mayo de 2019, mediante la Sentencia C-207 de 2019, la Corte Constitucional declaró exequible de manera condicional el artículo 20 y declaró inexecutable ciertos apartes de la norma. Si bien para el momento en que este artículo fue escrito no se cuenta con el texto de la Sentencia y solo ha sido publicado el Comunicado No. 14 del 15 y 16 de mayo de 2019 (el Comunicado), anticipamos que la decisión de la Corte Constitucional tendrá una enorme relevancia para la estructuración y financiación de proyectos de infraestructura y se discutirán varios temas derivados de ella. En particular, queremos resaltar que será indispensable discutir la aplicación práctica del término tercero de buena fe, lo que, a su vez, llevará a promotores y prestamistas a intensificar sus procedimientos de debida diligencia relacionados con el cumplimiento de normas contra la corrupción.

Según el Comunicado, la Corte Constitucional consideró que: “*dadas las características propias de los contratos de APP en que la mayor parte del capital en riesgo pertenece a terceros de buena fe y en particular al ahorro captado del público, las restituciones a que haya lugar en los casos en que se declare la nulidad absoluta de un contrato de APP o de concesión de infraestructura para el transporte se*



*regirán bajo la regla de la protección de la buena fe, y por lo tanto, deben dirigirse primordialmente a satisfacer el pago de las deudas que el proyecto haya adquirido con terceros de buena fe. A contrario sensu, cuando esté demostrado que el contratista, así como sus miembros y socios, o terceros aparentes (para lo cual la autoridad competente podrá recurrir al levantamiento del velo corporativo) hayan actuado dolosamente, de mala fe o con conocimiento de la ilicitud que dio lugar a la nulidad absoluta del contrato, ellos no podrán ser objeto de reconocimientos a título de restituciones”.*¹²

De la interpretación de la postura de la Corte Constitucional dependerá el estándar de diligencia que se exigirá a los involucrados en un proyecto para que tengan derecho a recibir compensación por parte del Estado. Es claro que el criterio ya no es simplemente la inversión de

recursos y la contribución a la satisfacción del interés público. Ahora también será necesario considerar la buena fe de los involucrados. Si bien habrá casos en los cuales la aplicación del estándar creado por la Corte no presentará muchos inconvenientes (p.ej., cuando se demuestre que un concesionario incurrió en delitos para obtener la adjudicación ilegítima de un contrato estatal), con seguridad habrá otros casos en los cuales será más difícil su aplicación.

Para un promotor podría ser simplemente inaceptable el riesgo de no recibir compensación en un escenario de terminación anticipada, por extremo que este sea. En este sentido, las empresas dedicadas a infraestructura tendrán que intensificar sus procesos de debida diligencia y aumentar la profundidad cuando se analiza el riesgo de corrupción. Esta será la única norma que les permitirá sentirse

¹² Corte Constitucional de Colombia. Comunicado 14. Sentencia C-207 de 2019. Tomado de la fuente: <http://www.corteconstitucional.gov.co/comunicados/No.%2014%20comunicado%2015%20y%2016%20de%20mayo%20de%202019.pdf>.

tranquilos con los socios que escojan para participar en este tipo de proyectos. Pero este esfuerzo no puede detenerse ahí. Será necesario que los promotores implementen medidas de seguimiento continuo, considerando que los proyectos son usualmente a muy largo plazo y requieren de la participación de un gran número de contratistas, sub-contratistas y proveedores.

Escenarios de insolvencia

Con el aumento de los proyectos, es posible que se presenten más casos de insolvencia de las compañías y los prestamistas tendrán que participar en ese tipo de procedimientos judiciales con el ánimo de rescatar el proyecto o, simplemente, de liquidar sus créditos. Sin embargo, las normas que aplican en casos de insolvencia de compañías que desarrollan proyectos de infraestructura parecen estar diseñadas para empresas tradicionales del sector real y no para compañías-proyecto financiadas a través del esquema de *project finance*.

La relevancia del régimen de insolvencia para la estructuración y financiación de proyectos de gran escala es enorme. Los prestamistas y promotores no esperan estar en un escenario de insolvencia para entender sus implicaciones en un proyecto. En la mayoría de los casos se redactan los documentos de la financiación considerando el caso más extremo, que por lo general es la insolvencia de la compañía-proyecto o de alguno de sus promotores.

Si bien la Superintendencia de Sociedades (SS), en su calidad de juez de insolvencia, ha mostrado avances significativos en temas críticos como el reconocimiento de las leyes y las jurisdicciones extranjeras en la solución de las controversias sobre documentos de la financiación¹³, es fundamental revisar la aproximación de la SS frente al reconocimiento del paquete de garantías otorgado a

favor de los prestamistas en un esquema de *project finance*.

Considerando que, por lo general, los prestamistas *senior* otorgan créditos que representan un porcentaje sustancial de los recursos que se requieren para construir el proyecto (alrededor del 75%), estos buscan con el paquete de garantías típico de un *project finance* (representado en el gráfico 2) al menos los siguientes objetivos: i) crear una estructura defensiva frente a otros potenciales acreedores, otorgando prioridad a su favor de los prestamistas *senior*; ii) permitirles tomar posesión del proyecto para curar incumplimientos graves y sacarlo adelante; y iii) en escenarios extremos, a través de la ejecución de garantías reducir su exposición crediticia.

Ahora bien, para que lo anterior funcione, es indispensable que las

¹³ Superintendencia de Sociedades. Proceso de reorganización Recaudo Bogotá S.A.S. Auto 400-002931.

Gráfico 2. Paquete de garantías



Fuente: elaboración de los autores.

garantías constituidas sean reconocidas por el juez de insolvencia y otorguen a los acreedores *senior* la prelación prevista durante la estructuración de la financiación. Según la ley colombiana, las deudas a favor de los acreedores con garantías mobiliarias o fiducias en garantía cuyos bienes fideicomitados sean bienes muebles deben ser clasificadas como de segundo grado hasta por el valor de la respectiva garantía¹⁴ solo después de pagar las acreencias laborales y tributarias.¹⁵ Esto significa que la combinación de todas las garantías constituidas en una financiación de proyectos debería llevar a que las acreencias de los prestamistas *senior* sean calificadas como de segundo grado. De hecho, en escenarios extremos de liquidación, la Ley 1676 de 2006 establece que los prestamistas pueden celebrar contratos con el liquidador para permitir la venta de los activos de la compañía del proyecto cuando hagan parte de una unidad de explotación comercial.¹⁶

No obstante, la ley colombiana no establece una regla para valorar el monto de la garantía. Por su parte, una serie de providencias de la SS podría llevar a pensar que en ciertos casos los proveedores sin ningún tipo de garantía o, incluso, los proveedores que también tengan como resultado, a su vez, la calidad de accionistas estén calificados en una clase privilegiada frente a los acreedores *senior*. En tales decisiones, la SS ha sostenido que el valor que representa una fiducia de garantía, cuyos bienes fideicomitados incluyen flujos futuros, equivale al monto de los recursos de efectivo depositados al momento del inicio del proceso de insolvencia, argu-

mentando que los flujos futuros son meras expectativas y no derechos adquiridos.¹⁷ Esta posición tiene en la práctica la consecuencia de valorar un patrimonio autónomo de flujos con un monto demasiado bajo en comparación con el valor presente neto de todos los flujos futuros.

Sobre este punto, es fundamental contar con mayor claridad para poder determinar el valor de las garantías que se utilizan para efectos de la graduación de los créditos y la asignación de los derechos de voto. A su vez, estas reglas deben reconocer de manera expresa que los flujos futuros de un contrato no son meras expectativas, sino derechos adquiridos, puesto que la financiación de muchos proyectos de infraestructura se basa en los derechos de pago que tiene la compañía del proyecto. Los financiadores esperan que las autoridades y cortes les den valor a las obligaciones derivadas de los contratos que representan los ingresos del respectivo proyecto (p. ej., contratos de concesión, contratos de compra de energía y contratos por el uso del espacio de carga).

Conclusiones

Colombia seguirá desarrollando su infraestructura y el método preferido para financiarla será el *project finance*. En este marco, los actores

involucrados tendrán que entender y reaccionar frente a los riesgos descritos en el presente artículo, de tal forma que las estructuras de financiación ofrezcan tranquilidad a los financiadores.

En primer lugar, los estudios pre-diales deben no solo determinar el estado del derecho de dominio de los predios necesarios para un proyecto específico, sino que deben convertirse en una herramienta que permita determinar sin margen de error que los anteriores tenedores, poseedores o propietarios nunca fueron objeto de despojo o desplazamiento forzado. En segundo lugar, los promotores deben mejorar sus procedimientos de debida diligencia, para minimizar la ocurrencia de actos de corrupción y poder demostrar ante cualquier persona que actuaron en observancia del mayor estándar de buena fe posible. Finalmente, nuestras normas de insolvencia y las interpretaciones de los jueces deben evolucionar para que el paquete de garantías, en especial las fiducias de flujos, sea suficiente para que los prestamistas *senior* puedan hacer valer sus derechos frente a cualquier tercero en el escenario más extremo.

Estamos frente a un desafío muy relevante, pero cuando el país logre mitigar estos riesgos, contaremos con proyectos con una financiación más resiliente y estable. 

¹⁴ Ley 1116 de 2006. Artículo 50.

¹⁵ Proceso de reorganización de Masivo Capital S.A., audiencia del 23 de mayo de 2018.

¹⁶ Ley 1676 de 2006. Artículo 52.

¹⁷ Superintendencia de Sociedades. Procedimiento de reorganización de Masivo Capital S.A. Audiencia de mayo 23 de 2018. Proceso liquidatorio de Data Point de Colombia S.A.S. Auto 400-005775 de abril 15 de 2016.



Banco Agrario
de Colombia

MAYO - 2019

LIEVA TUS PRODUCTOS MÁS LEJOS

Con el portafolio de productos de moneda extranjera y servicios internacionales que ofrece el Banco Agrario, comercializa tus productos en el extranjero de una forma ágil y segura.



Productos de Tesorería

Compra y venta de Divisas con nuestra mesa de distribución.

Mitiga tu riesgo cambiario a través de cobertura Forward.



Productos de COMERCIO EXTERIOR



PARA IMPORTADORES:

- Giros Financiados
- Cartas de crédito de importación
- Cobranzas de importación



PARA EXPORTADORES

- Prefinanciación de exportaciones
- Cartas de crédito de exportación
- Cobranzas de exportación



OTRAS LÍNEAS DE CRÉDITO

- Créditos BANCOLDEX
- Capital de trabajo

Para mayor información consultar en www.bancoagrario.gov.co
o contactarse con los especialistas de comercio exterior al correo: comercio.exterior@bancoagrario.gov.co



El campo
es de todos

Minagricultura

Síguenos en



bancoagrario

Desempeño bancario en Colombia y sus desafíos 2019-2020 *

El año 2018 fue de tensión para el sector bancario que opera en Colombia. En ello incidieron, de una parte, fenómenos relacionados con el ciclo económico bajista que se iniciara en 2014 (a raíz del desplome de los precios del petróleo) y, de otra parte, la acumulación de una serie de grandes negocios que no han salido bien (incluyendo los relacionados con Electrifica-ribe, Ruta del Sol II-III, Sistemas de Transporte Público e Hidroituango).

El efecto del ciclo bajista de la actividad económica

En lo relacionado con el ciclo bajista de la actividad económica de Colombia, el sector bancario mostró “aguante”, pues la expansión de la cartera bancaria ha venido promediando ritmos cercanos al 2.5% real anual durante el período 2016-2018, coincidentes con el crecimiento promedio del PIB-real durante esos años.

Sin embargo, esto implica que la etapa de profundización financiera del período 2003-2013, escalando la relación Cartera/PIB del 20% al 48%, llegó a su fin y ha mostrado estancamiento durante estos tres últimos años. Así, resultará particularmente desafiante para el sector ban-

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1454 del 1º de abril de 2019.

cario poder volver a los ritmos de expansión crediticia del 12% real anual del período 2010-2014.

Esta será la única forma de “justificar” las cuantiosas inversiones de capital que se han llevado a cabo para acoplar el sector bancario colombiano a la exigente plantilla de Basilea III. Recordemos que ahora se requiere mayor calidad y volumen de capital para honrar indicadores de solvencia superiores al 9% y del 4.5% en el llamado “capital disponible”. Si bien el sistema aplicado en Colombia es más exigente que el promedio en materia de ponderaciones de riesgo, su tratamiento de “capital disponible” es más laxo.

De allí que las calificadoras de riesgo concluyan que probablemente el valor de solvencia bancaria en Colombia esté más cerca del 11% que del valor facial del 15.6% con que cerró el año 2018 (ver gráfico 1). Más aún, la aplicación de la Ley de Conglomerados 1870 de 2017, en

este nuevo año 2019, pondrá presión adicional en dicha disponibilidad requerida en materia de capital y liquidez, especialmente para aquellos con altas exposiciones en el exterior.

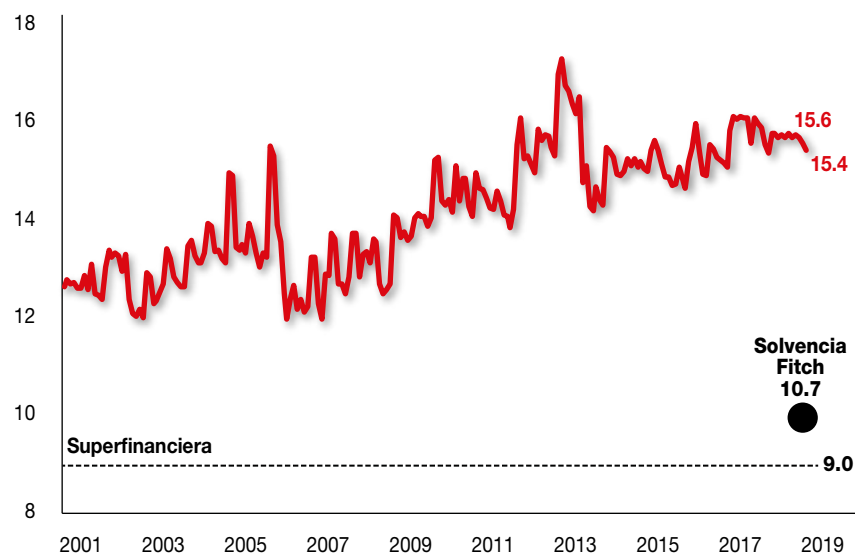
Las exigencias extraordinarias de grandes malos negocios

Con relación a las exigencias extraordinarias que ha enfrentado el sector bancario, cabe señalar que estas están relacionadas con los sectores de infraestructura energética y vial. Esos malos negocios (arriba señalados) han comprometido cerca de \$5 billones de provisiones extraordinarias (0.5% del PIB) que afectan negativamente la disponibilidad de recursos frescos para continuar atendiendo las necesidades de las firmas en esos y otros sectores. En algunos momentos, este tipo de provisiones extraordinarias llegó a

explicar hasta 3pp de deterioro del Indicador de Calidad por Calificación-ICR (cerrando dicho ICR en el 12% el año 2018).

No en vano se evidencia que la expansión de la cartera comercial (cerca del 65% de la total) ha estado en el plano negativo de forma sistemática durante 2016-2018 (cerrando con una expansión nula el año pasado). Ello se refleja en las cuentas nacionales al constatar que la expansión de la llamada Formación Bruta de Capital Fijo ha venido declinando del 23% hacia el 21% del PIB durante ese mismo período (o del 18% al 16% del PIB cuando se computa apropiadamente al netearla del componente edificador). Esta es una mala noticia a la hora de evaluar la magnitud del rebote de la inversión que se requiere para acelerar nuevamente la economía de su crecimiento promedio quinquenal de solo el 2.5% anual durante 2015-2019 hacia el 4% anual que se ha trazado en el PND para 2022.

Gráfico 1. Indicador de Solvencia (% , enero de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

Señales de superación del ciclo bajista

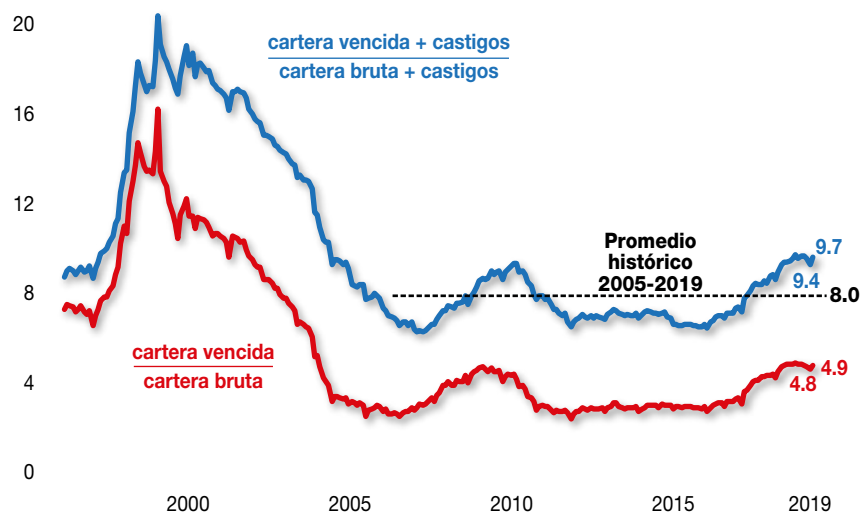
La buena noticia es que se tienen algunas señales de recuperación económica, lo cual indicaría que los momentos más tensionantes para el sector bancario han quedado atrás, superándose un 2017 que fue peor de lo imaginado (al crecer tan solo un 1.4% vs. el 1.8% inicialmente computado).

El rebote a valores de crecimiento del 2.7% en 2018 todavía deja mucho que desear, tanto en su valor absoluto, como en sus fuentes de crecimiento sectorial. Por ejemplo, los impulsos del gasto público se irán desvaneciendo a nivel del Gobierno

Central (-0.7% del PIB por afugias tributarias), mientras que los provenientes del gasto territorial (+0.4% del PIB) no alcanzarán a compensarlo. Además, lo que se requiere es mayor dinamismo del sector privado, especialmente exportador, lo cual aún no se constata (ver *Informe Semanal* No. 1452 de marzo de 2019).

Las mejores perspectivas de desempeño bancario para el período 2019-2020 se fundamentan en haber absorbido ya buena parte de los requerimientos provenientes del deterioro de la cartera bancaria. En efecto, esta cerró con una calidad del 4.8% en 2018 respecto del pico del 5% de meses atrás y, al incluir los castigos, también se observaron señales de quiebre hacia valores del 9.4% respecto del pico del 9.7% (ver gráfico 2). No obstante, este esfuerzo por enfrentar un ciclo bajista y complicaciones en los negocios bancarios ejercieron mella sobre la rentabilidad patrimonial del sector bancario, pues su RoE estuvo más cerca del 10% que del 15% de años anteriores (ver gráfico 3).

Gráfico 2. Calidad de la cartera con castigos (% , enero de 2019)



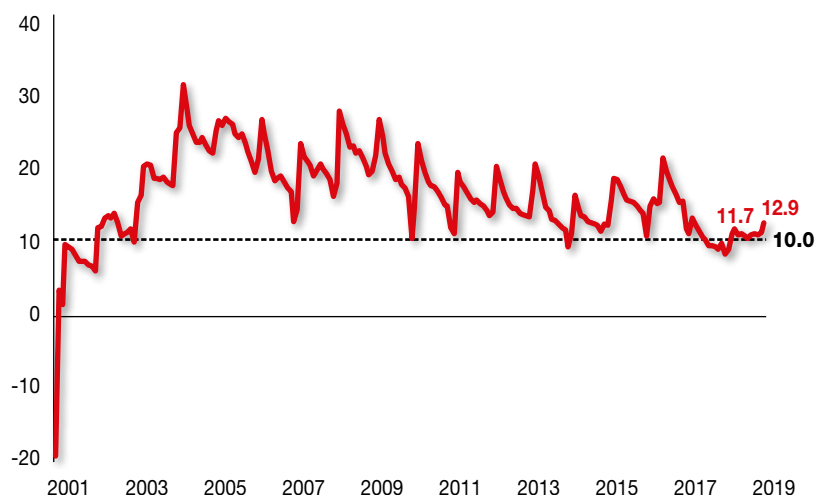
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

En esta breve nota pasaremos revista al desempeño reciente del sector bancario y analizaremos los retos que se tienen para el período 2019-2020. Como veremos, uno de los principales desafíos es evitar que se configure una situación de “*credit crunch*” en la cartera corporativa,

pues ello daría al traste con la esperada recuperación de la inversión en infraestructura.

Esta retracción de la oferta crediticia suele ocurrir cuando los bancos enfrentan problemas de cartera y deciden optimizar la asignación de recursos hacia proyectos con menor riesgo. De persistir la incertidumbre jurídica que ha rondado los proyectos de infraestructura en Colombia, difícilmente veríamos la cartera corporativa regresando a expansiones del 2% real anual como la que hemos venido proyectando para 2019 (ver *Informe Semanal* No. 1413 de mayo de 2018).

Gráfico 3. Rentabilidad sobre el Patrimonio (% , enero de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

Perspectivas crediticias en 2019

Cartera comercial

El gráfico 4 muestra nuestro pronóstico para el cierre de 2018, don-

GUÍA EMPRESARIAL

Estudio

PROYECCIONES ECONÓMICAS DE ANIF PARA COLOMBIA Y EL MUNDO

Suscríbase al mejor

ANÁLISIS MACROECONÓMICO - TRIMESTRAL

Análisis ágil sobre los principales aspectos y perspectivas de la economía colombiana, así como sobre el desempeño macroeconómico de Estados Unidos, Chile, México, Perú, Ecuador, Venezuela y Centroamérica. Incluye un estudio completo sobre los siguientes temas: economía internacional, actividad económica, inflación, sector externo y manejo cambiario, crédito y tasas de interés, liquidez y finanzas públicas.

INFORMES

ANIF

Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Departamento Comercial:

Correo electrónico: comercial@anif.com.co

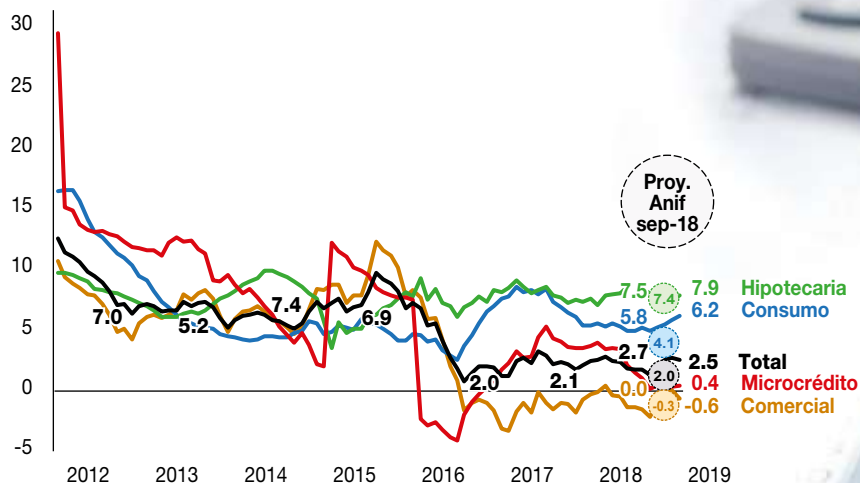
Teléfonos: (1) 310 1500 - ext. 122 y 111

Celular: 310 561 7197

Bogotá - Colombia



**Gráfico 4. Evolución de la cartera bruta + leasing
(Variación % real anual, enero de 2019)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane, Superfinanciera y Titularizadora Colombiana.

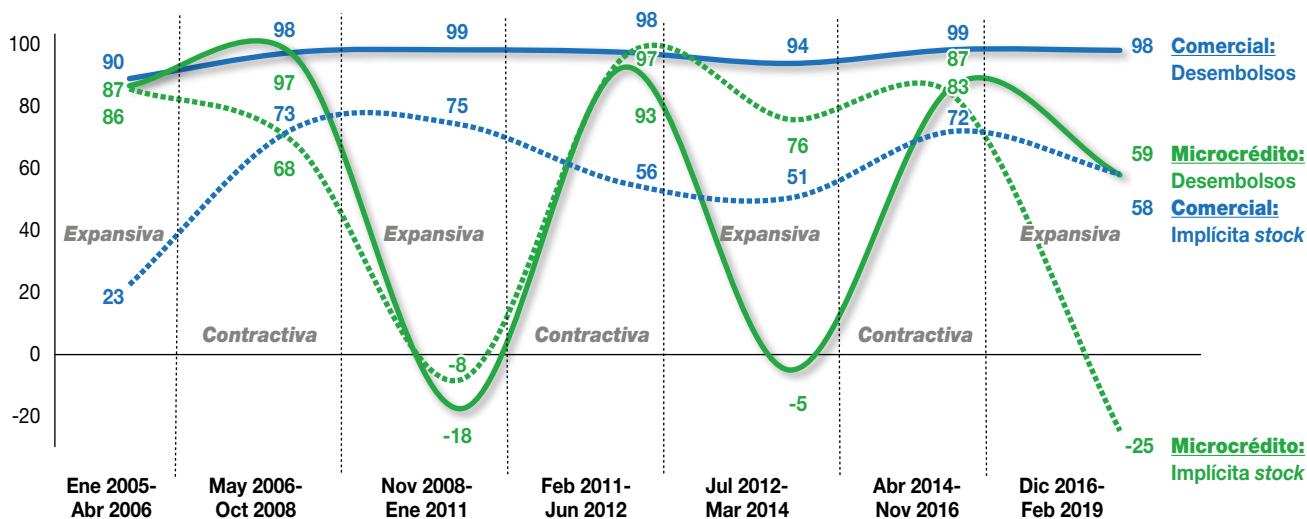
de esperábamos ver una expansión del -0.3% real anual, muy en línea con lo que finalmente ocurrió (y por las razones arriba explicadas).

También cabe resaltar cómo ha habido una buena transmisión de la política monetaria hacia la cartera

comercial, en tanto el grueso de estos créditos se otorga a 2 años y a tasa flotante (actualmente cerca de la mitad atados a la DTF y la otra mitad al IBR, siendo este último de transmisión aún más rápida). En efecto, el gráfico 5 ilustra cómo la transmisión de tasa a los desembolsos ha sido tan

alta como un 94%-99%, mientras que a nivel del *stock* vigente ha fluctuado entre un 51%-72%. Así, la reducción de -350pb que hizo el Banco de la República de su tasa repo, desde finales de 2016 y hasta principios de 2018, se ha transmitido en alta proporción al sector corporativo (incluyendo

**Gráfico 5. Firmas: transmisión de la política monetaria
(Correlación entre la tasa de interés de cada modalidad crediticia y la repo, %)**



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

Pymes, pero en menor proporción al *stock* del microcrédito).

Cartera de consumo

El pronóstico de crecimiento que teníamos para esta cartera era del 4.1% real anual al cierre de 2018, pero vino un poco más alta a ritmos del 5.8% anual. Esto probablemente no tuvo que ver tanto con el mayor otorgamiento crediticio en el margen (dado su elevado apalancamiento), sino con la conveniencia de continuar con “rollings” de la deuda para evitar mayores provisiones (aun teniendo en cuenta el efecto del “programa de renegociaciones” inducido por la Superfinanciera).

Aquí la velocidad de transmisión crediticia suele ser más baja debido al mayor horizonte de endeudamiento de los hogares (expandiéndose de 2 hacia cerca de 5 años) y al hecho de que han preferido tasas fijas en vez de variables. El gráfico 6 ilustra cómo la transmisión de tasas sobre el *stock* ha caído de un 78% hacia solo un 30%

“En lo relacionado con el ciclo bajista de la actividad económica de Colombia, el sector bancario mostró “aguante”, pues la expansión de la cartera bancaria ha venido promediando ritmos cercanos al 2.5% real anual durante el período 2016-2018, coincidentes con el crecimiento promedio del PIB-real durante esos años. Sin embargo, esto implica que la etapa de profundización financiera del período 2003-2013, escalando la relación Cartera/PIB del 20% al 48%, llegó a su fin y ha mostrado estancamiento durante estos tres últimos años.”

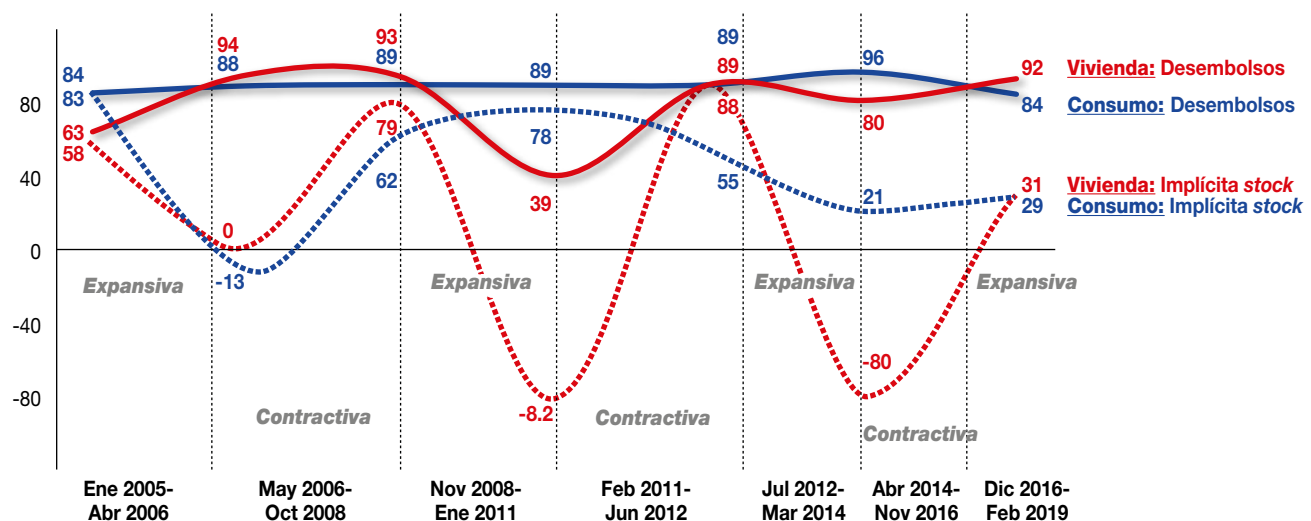
en los últimos años como resultado de esta expansión de los horizontes de endeudamiento y la lentitud con que ocurren las “recompras de cartera”, amén de la inexistencia de un mercado profundo en los derivados de tasas de interés *swaps*-IBR.

Crédito hipotecario

Aquí el pronóstico de expansión crediticia que teníamos para la cartera

hipotecaria era del 7.4% real anual, cifra prácticamente igual al 7.5% observado al cierre de 2018. En el gráfico 6 también se observa que la transmisión crediticia sobre los desembolsos se ha ido incrementando del 40% hacia el 92% en años recientes, pero su impacto sobre el *stock* es difícil de discernir, probablemente por efecto de los prepagos y de las “compras de cartera”, mostrando alta volatilidad este último indicador. ANIF

Gráfico 6. Hogares: transmisión de la política monetaria
(Correlación entre la tasa de interés de cada modalidad crediticia y la repo, %)



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

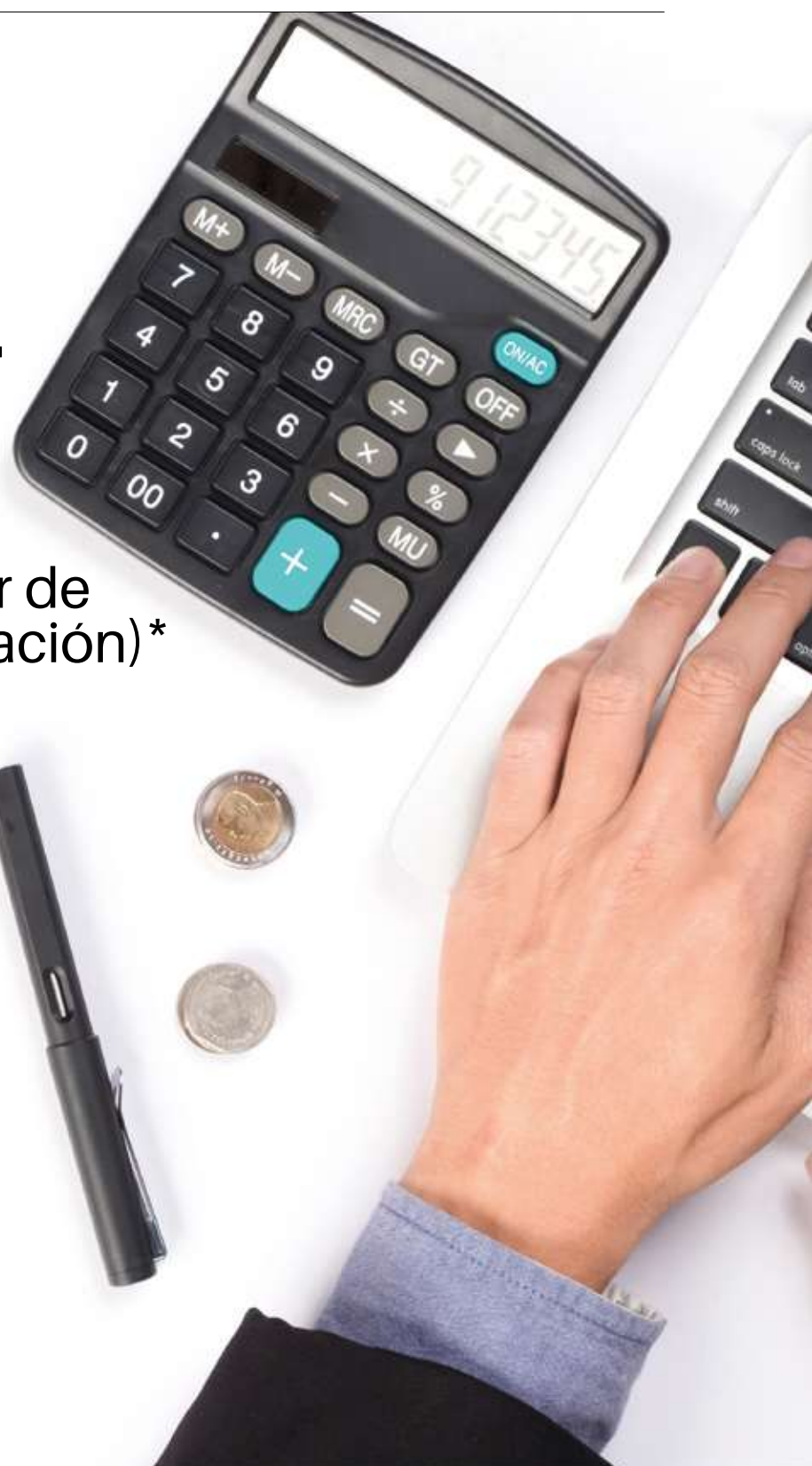
La ilusión del PIB-real per cápita elevado

(...costos de carecer de fondos de estabilización)*

Durante el período 1950-1990, Colombia lideró en la región los esfuerzos por mantener un fondo de estabilización cafetero. Su propósito era intentar “suavizar” el consumo de los hogares en tiempos en que el precio del café se desplomaba por los excesos de oferta.

Ello se instrumentó a través del Fondo del Café, que operaba como una cuenta pública y se manejaba conjuntamente entre el gobierno y la Federación Nacional de Cafeteros. Tal vez el momento más exitoso se tuvo en los años ochenta, cuando el patrimonio de dicha cuenta se logró elevar a unos US\$500 millones. Sin embargo, dichos recursos se quedaron cortos a la hora de intentar “suavizar” el consumo de los hogares cafeteros durante el difícil período de 1993-1997, tras el rompimiento definitivo del pacto de cuotas a nivel internacional.

En contraste, los ahorros de las bonanzas minero-energéticas del período 1994-2014 no resultaron exitosos, viéndose el país abocado a marcados períodos de la conocida Enfermedad Holandesa (ver <http://anif.co/sites/default/files/in->



* Corresponde al Informe Semanal No. 1458 del 29 de abril de 2019.

EL MUNDO

INFORMA • OPINA • ENTRETIEENE

*40 años informando
y formando ciudadanía*



[vestigaciones/anif-min-energe0814.pdf](#)). Esta “enfermedad” (que difícilmente podría catalogarse como un mero resfriado) tuvo tres graves consecuencias para la economía colombiana: i) se generó una marcada apreciación cambiaria, durante 2005-2014, y con ello mayor dependencia de las exportaciones de *commodities*; ii) se gestó una prolongada “burbuja hipotecaria”, afortunadamente no apalancada a nivel bancario, pero llevando a terreno negativo la construcción durante 2017-2018; y iii) se creó la falsa ilusión de que Colombia se perfilaba a ser un país de ingreso per cápita alto, cercano a los US\$11.000, cuando la realidad es que nos hemos estancado en la mitad de ese valor tras “el sinceramiento cambiario” que produjo el fin del súper ciclo de *commodities* durante 2015-2018. En realidad, el PIB-real per cápita en dólares ha crecido a una pobre tasa del 0.9% (anual compuesta) entre 2005 y 2018, lo que, extrapolando, implicaría que al país le tomaría unos 69 años para duplicar dicho PIB-real per cápita.

Contrario a lo sucedido en los años ochenta, Colombia no estará incurriendo en “frenazos súbitos cambiarios” durante 2019-2022. Sin embargo, es evidente que estamos enfrentando un deterioro secular en la modernización de nuestro aparato productivo y, con ello, un estancamiento del crecimiento potencial en niveles del 3% anual (ver *Comentario Económico del Día 9* de abril de 2019).

La Enfermedad Holandesa implicó una apreciación cambiaria cercana al 25% respecto de la llamada Pa-

riedad de Poder Adquisitivo durante 2005-2014. Anif considera que, durante 2015-2019, la reversión en los términos de intercambio y las dificultades de financiamiento externo han llevado a corregir el grueso de esa disparidad (unos 20 puntos porcentuales-pp). Seguramente esta corrección continuará hasta que se alcance la paridad peso-dólar durante 2019-2020 (cuando dos de las tres calificadoras internacionales nos hayan ubicado en simple Grado de Inversión).



Así, duele constatar que está desvaneciéndose la ilusión que inclusive pintaran en su momento las entidades multilaterales. Recordemos que el *Doing Business* del Banco Mundial llegó a situar a Colombia en el puesto 42/183 en 2012, pero ya en 2019 habíamos retrocedido al puesto 65/190.

Parte de la ilusión tuvo que ver con la medición del PIB-real per cápita. Se dijo entonces que Colombia ya había superado a Argentina en dicha métrica, pero esa afirmación escondía el doble efecto de “caída libre de

Argentina”, de una parte, y la “ilusión cambiaria pasajera” de Colombia, de otra parte. En esta nota analizaremos la magnitud de esa “ilusión cambiaria” del PIB-real per cápita medido en dólares, llegando al pico de US\$10.187 en 2012 (vs. US\$4.300 en 2002). Estos valores equivalían a una expansión del 6% real anual en esa métrica per cápita en dólares, pero donde la insostenible apreciación cambiaria explicaba cerca de un tercio de esa “ilusión” (ver *Informe Semanal* No. 1170 de mayo de 2013).

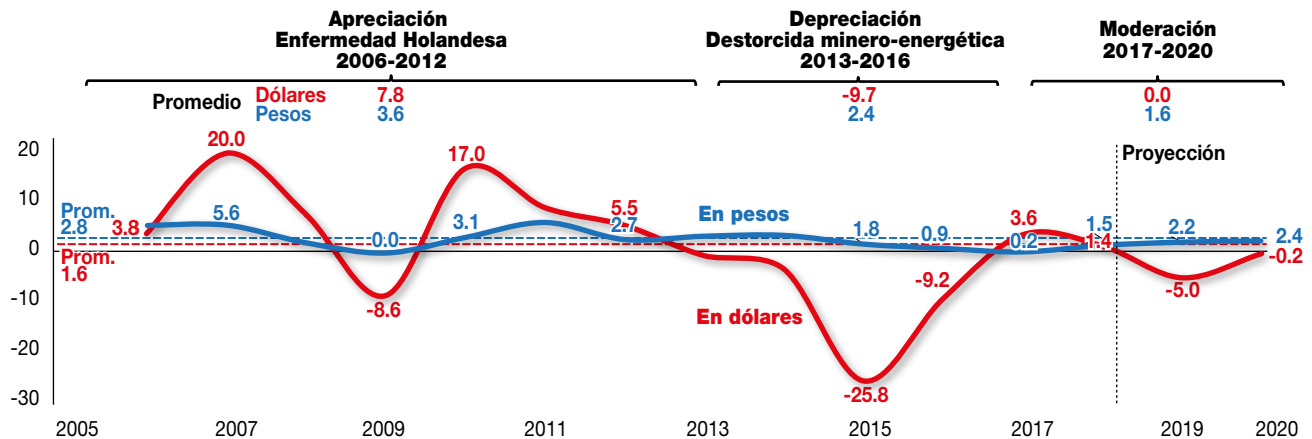
Este período de sinceramiento cambiario (2015-2020) pone de presente los desafíos macroeconómicos que enfrenta Colombia actualmente: i) la urgencia de elevar nuevamente nuestro crecimiento potencial desde el pobre 3% anual hacia el 4.5% anual; ii) la necesidad de mejorar la gestión tributaria y de adelantar una nueva reforma que habilite la expansión del IVA del 19% a numerosos productos, pues de lo contrario la relación Recaudo Neto/PIB continuará cayendo del 14% al 13% durante 2020-2022; y iii) la premura de

diversificar las exportaciones para evitar sacrificar vitales importaciones de maquinaria y equipo, pues el déficit externo actual cercano al 4% del PIB luce insostenible.

Apreciación cambiaria y Enfermedad Holandesa (2006-2012)

El gráfico 1 muestra cómo el PIB-real per cápita medido en dólares creció un 7.8% promedio anual du-

**Gráfico 1. Crecimiento del PIB-real per cápita
(Variación % anual, 2005-2020)**



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

rante 2006-2012, mientras que el PIB-real per cápita medido en pesos (constantes de 2018) apenas se expandió a tasas del 3.6% promedio anual. La diferencia entre ambas mediciones (4.2pp por año) obedece a la apreciación cambiaria peso-dólar experimentada durante ese período, producto de la Enfermedad Holandesa (ya comentada).

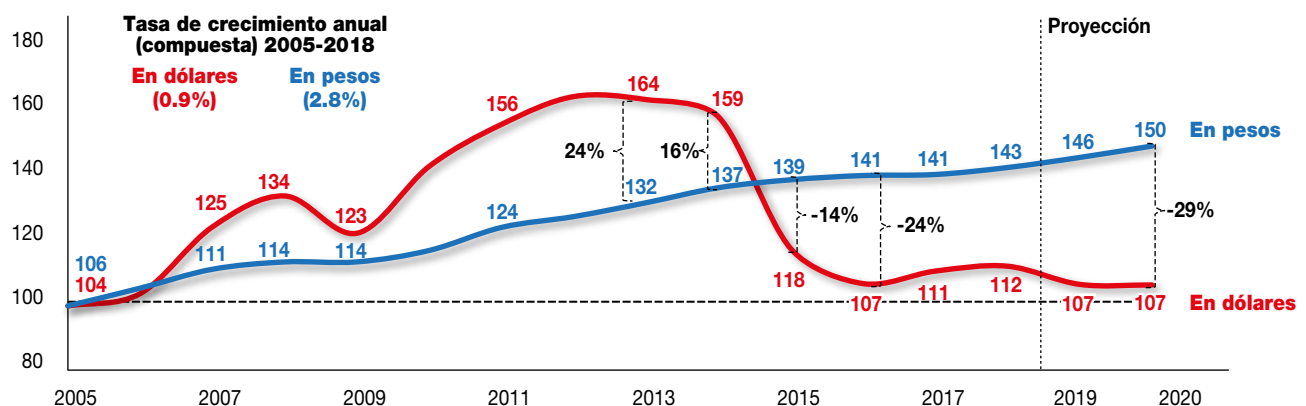
Dicha apreciación cambiaria fue particularmente marcada en: i) el

período 2007-2008, durante el auge internacional que precedió la crisis de Lehman Brothers; y ii) el período 2010-2012, como resultado de las inyecciones de liquidez globales (QEs del Fed y del Banco Central de Japón) y los abultados flujos de IED minero-energética.

El gráfico 2 muestra el comportamiento normalizado del PIB-real per cápita en pesos y dólares (2005=100). Allí se ilustra cómo el PIB-real per

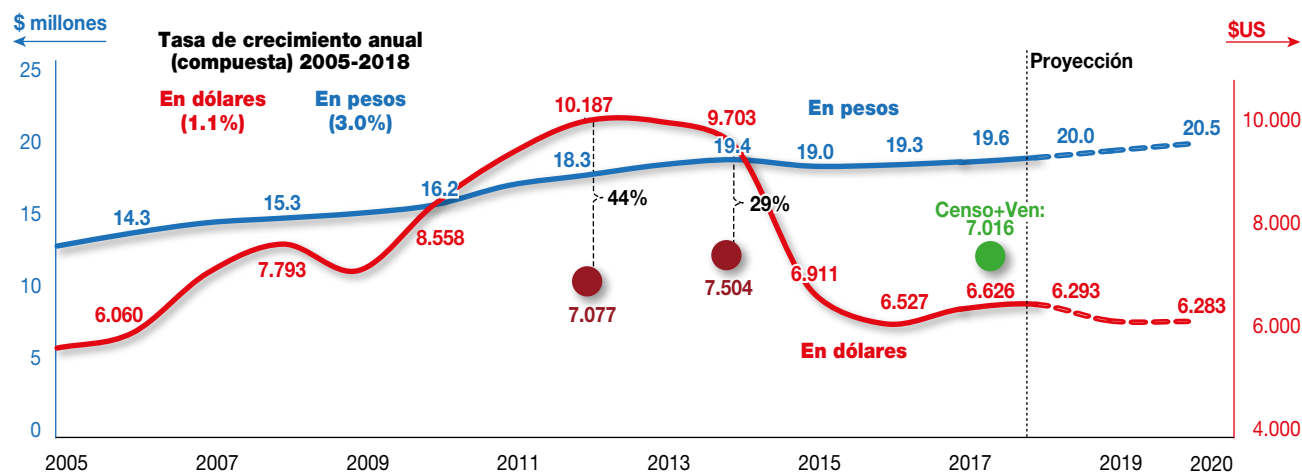
cápita en dólares se expandió un 64% en 2005-2012, mientras que el medido en pesos tan solo lo hizo en un 32% (señalando discrepancias en los índices del orden del 24% en el pico de 2012). Estas diferencias implican que el PIB-real per cápita en dólares alcanzó los US\$10.187 en 2012 (vs. US\$6.060 en 2005), equivalente a una tasa de crecimiento anual (compuesta) del 9% anual, ver gráfico 3. En cambio, en pesos (constantes de 2018), el PIB-real per

**Gráfico 2. PIB-real per cápita
(2005=100, 2005-2020)**



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

Gráfico 3. PIB-real per cápita
(Precios constantes de 2018, 2005-2020)



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

“Se creó la falsa ilusión de que Colombia se perfilaba a ser un país de ingreso per cápita alto, cercano a los US\$11.000, cuando la realidad es que nos hemos estancado en la mitad de ese valor tras “el sinceramiento cambiario” que produjo el fin del súper ciclo de *commodities* durante 2015-2018. En realidad, el PIB-real per cápita en dólares ha crecido a una pobre tasa del 0.9% (anual compuesta) entre 2005 y 2018, lo que, extrapolando, implicaría que al país le tomaría unos 69 años para duplicar dicho PIB-real per cápita.”

cápita bordeó los \$18.3 millones en 2012 (vs. \$14.3 millones en 2005), habiendo crecido a una tasa anual (compuesta) del 4.6%.

Nótese que la apreciación cambiaria peso-dólar del período 2006-2012 implicó una diferencia de cerca de 4.5pp por año en la medición del PIB-real per cápita. De no haber ocurrido dicha apreciación cambiaria, el PIB-real per cápita de los colombianos, medido en dólares, habría llegado a los US\$7.077 en el año pico de 2012 (vs. los US\$10.187 inferidos de las cifras oficiales). Así, se estima que la apreciación cambiaria de 2006-2012 habría inflado el PIB-real per cápita en dólares hasta en un 44%.

Destorcida minero-energética y devaluación cambiaria (2014-2020)

Una de las consecuencias macrofinancieras del fin del auge minero-

energético fue la devaluación cambiaria del 15% promedio por año durante 2013-2016. En este período, el PIB-real per cápita (medido en dólares) sufrió contracciones promedio del -9.7% anual, mientras que el PIB-real per cápita (medido en pesos) experimentó leves expansiones del +2.4%. Con ello, se reversó la brecha generada previamente por el *boom* minero-energético en las mediciones del PIB-real per cápita en dólares vs. pesos (2005=100), cayendo un -24% en 2016 (vs. +24% en 2012).

Así, el cálculo del PIB-real per cápita arrojó cifras mucho más realistas para 2016, llegando a bordear los US\$6.527 (vs. los US\$10.187 registrados en el año pico de 2012). En contraste, el PIB per cápita en pesos (constantes de 2018) ascendió a \$19.3 millones en 2016 (vs. \$18.3 millones en 2012). Nótese entonces cómo la devaluación cambiaria de 2013-2016 terminó corrigiendo las disparidades respecto de los valores de largo plazo del PIB-real per cápita en dólares.

Los últimos dos años (2017-2018) han estado marcados por una relativa estabilidad en las métricas del PIB per cápita, tanto en dólares como en pesos. Ello es atribuible, en buena medida, a la debilidad del aparato productivo nacional, incapaz de capitalizar las oportunidades que le representa una tasa de cambio más competitiva.

En efecto, la producción industrial (con crecimientos nulos en 2017-2018) y las exportaciones no tradicionales (estables en US\$12.500 millones) presentan claros síntomas de estancamiento, que se han correspondido con un exiguo crecimiento del PIB-real (promediando tan solo un 2% anual).

Como comentábamos arriba, este deterioro secular del sector productivo colombiano prueba, una vez más, que la “madre de todos los problemas” no radica en la tasa de cambio. Por el contrario, son los lastres estructurales del llamado Costo Colombia los que restan competitividad al país y retrasan la modernización del aparato productivo nacional. Desde Anif hemos enfatizado que, para lograr un crecimiento verdaderamente saludable y sostenible, que permita retornar a los niveles potenciales del 4%-4.5% observados un lustro atrás, se requiere agilizar las reformas encaminadas a reducir dicho Costo Colombia.

Prospectivamente, Anif está proyectando un PIB-real per cápita en dólares que estaría reduciéndose a ritmos del -2.6% durante 2019-2020 (vs. +1.6% promedio en 2005-2018), dadas las tensiones externas asociadas al financiamiento de una cuenta corriente que estaría bordeando el 4%. Esto sería consistente con devaluaciones promedio

del 8%-10% en 2019 y del 2%-5% en 2020. De materializarse un escenario de este tipo, la medición del PIB-real per cápita en dólares se reduciría hacia niveles de US\$6.293 en 2019 y de US\$6.283 en 2020, dejándonos prácticamente en los mismos niveles observados quince años atrás (US\$6.060 en 2005). La tasa de cambio real así resultante habría prácticamente borrado los 25pp de sobre-apreciación del período 2005-2014 y se acercaría bastante a la de Paridad de Poder Adquisitivo.

por el Dane, e incluyendo los casi 2 millones de inmigrantes venezolanos que residen en el país, se obtienen lecturas de apenas US\$7.016 en 2018 (vs. US\$6.626 sin ajustes). Más aún, estos cambios no impedirían que el PIB-real per cápita se reduzca a la altura de 2020, registrando valores cercanos a los US\$6.283 (vs. US\$6.060 en 2005).

¿Cuál es entonces la medición apropiada del PIB-real per cápita de Colombia? Nuestra conclusión es que,



De esta manera, el PIB-real per cápita en pesos lograría moderadas expansiones del 2.3% anual durante 2019-2020 (vs. 2.8% promedio en 2005-2018), llegando a niveles de \$20 millones al cierre de 2019 y de \$20.5 millones en 2020 (vs. los \$19.6 millones en 2018).

Habrán quienes encuentren algo de consuelo en la actualización (a la baja) del dato poblacional en Colombia, según lo ha insinuado el Dane, tras la realización del Censo Poblacional de 2018. No obstante, al computar el PIB-real per cápita a partir de las cifras preliminares circuladas

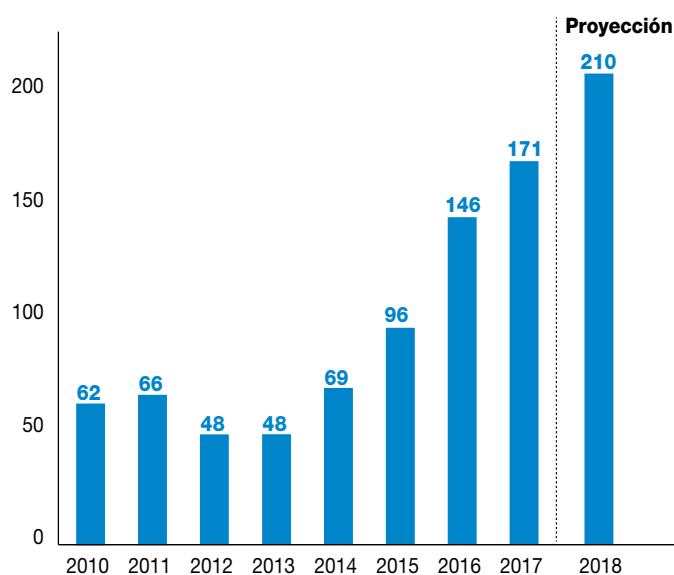
para propósitos de comparaciones internacionales, se requiere la medición en dólares, pero para propósitos de medir nuestra capacidad adquisitiva local, la cifra relevante es la medida en pesos (ver *Informe Semanal* No. 1326 de agosto de 2016). Como hemos comentado ya en ocasiones anteriores, mientras que el grueso de los colombianos siga mercando en pesos y en plazas similares a la de Corabastos, no es correcto afirmar que una devaluación que apunta hacia la tasa de cambio de largo plazo es equivalente a reducirle los salarios al grueso de los colombianos, ¿O acaso ellos mercan en Coral Gables de Miami? ANIF

Orden público y pos-conflicto en Colombia *

Tras casi dos años de haberse firmado el Acuerdo de Paz con las Farc, el balance en los frentes de orden público y de implementación de lo allí acordado deja mucho que desear. De una parte, se tiene que el Estado resultó incapaz de contener el escalamiento del narcotráfico (triplicándose las áreas dedicadas a ello) y copar los lugares que dejaban cerca de 5.000 guerrilleros desmovilizados, y unas 10.000 personas de apoyo, ver gráfico 1.



Gráfico 1. Área cultivada de coca en Colombia (Miles de hectáreas, 2010-2018)



Fuente: cálculos Anif con base en United Nations Office on Drugs and Crime (UNODC).

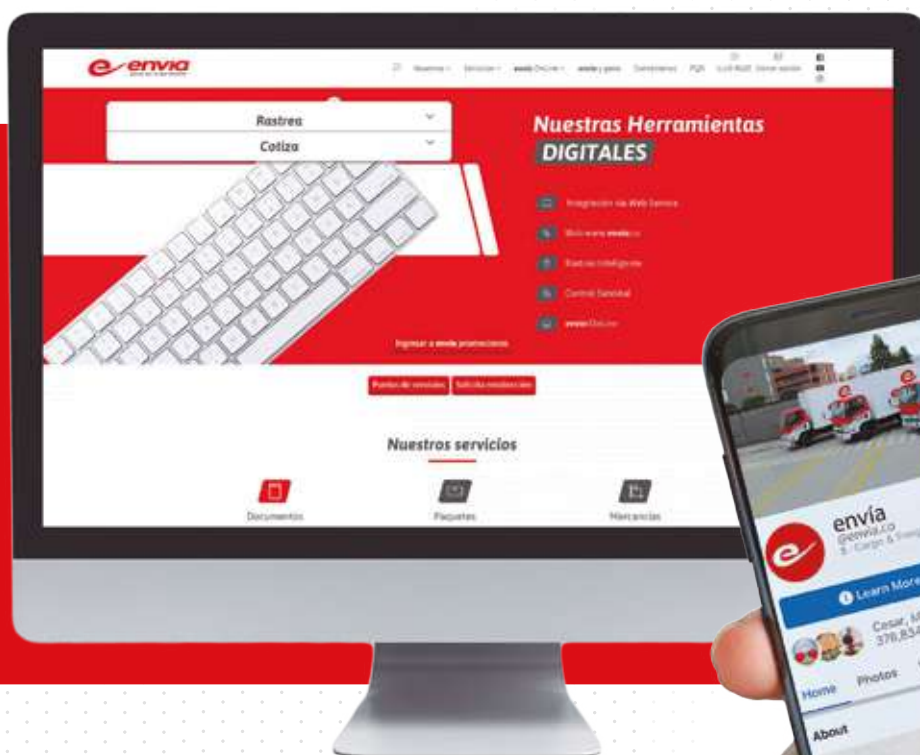
De otra parte, la estrechez presupuestal del período 2016-2019, resultante de la caída de los precios del petróleo y de las bajas ganancias en presión tributaria, está poniendo en seria duda las asignaciones “básicas-operativas” del pos-conflicto (estimadas en un 2% del PIB). Dada la precariedad tributaria, Colombia está prácticamente enterrando la idea de aprovechar la situación de pos-conflicto para intentar modernizar la infraestructura agrícola y su red vial. Recordemos que estas tareas re-

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1461 del 20 de mayo de 2019.

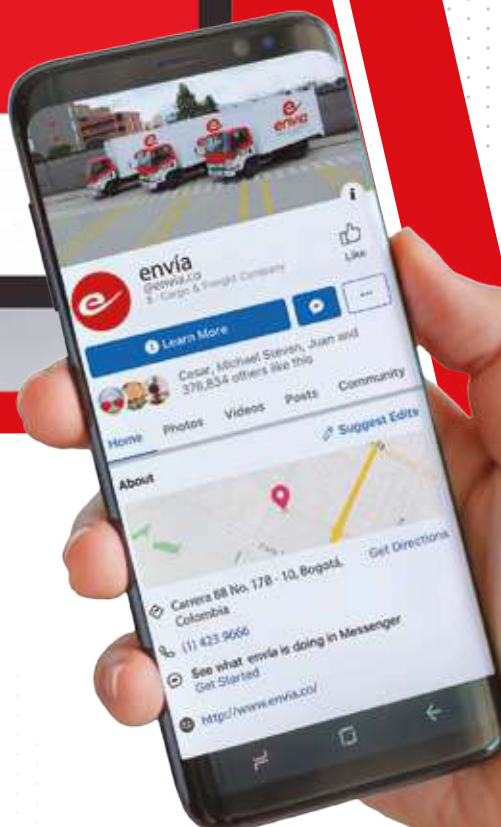
envía ahora a un **CLICK**



Hemos desarrollado un nuevo **portal web**, para ofrecerte a ti y a todos nuestros Clientes, mejores y más completos Servicios.



www.envia.co



querían asignaciones presupuestales adicionales por un 3% del PIB, según los estimativos de Anif, ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda-paz1016.pdf>.

El deterioro del orden público en Colombia durante 2018-2019 es particularmente preocupante dada la delicada situación geopolítica por la que atraviesa Venezuela. Ese gobierno tambaleante de Maduro y su extensa frontera del Catatumbo se han convertido en un corredor-refugio para crecientes asociaciones delictivas relacionadas con contrabando de combustibles, minería ilegal y narcotráfico. Colombia asiste nuevamente a una amenazante proliferación de “Bandas Criminales” (Bacrim) asociadas con las disidencias de las Farc (unos 2.000 combatientes) y el fortalecimiento del ELN (unos 5.000 miembros) que buscan restablecer su reclutamiento bajo células urbanas (denominadas JM-19).

Infortunadamente, se ha estado materializando lo que Anif denominó, dos años atrás, el “efecto avispero” de esparcir el conflicto asociado al narcotráfico a nuevas áreas de la geografía nacional. ¿Sabía Ud. que varios municipios del Valle del Cauca y Norte de Santander muestran tasas de homicidios próximas a 50 por cada 100.000 habitantes (tasas cercanas a los peores registros históricos de Colombia)? ¿Sabía Ud. que la deforestación se ha acelerado en las zonas del Putumayo, Cauca y Nariño, precisamente donde más se expande el narcotráfico, mientras que el país debate si debe retomarse la fumigación aérea ante la imposibilidad de implementar la erradicación manual?

El deterioro en el orden público ha sido particularmente evidente en lo

referente a: i) los ataques a oleoductos (107 en 2018 vs. 63 en 2017); ii) asesinatos de líderes sociales (141 vs. 73); iii) matanzas colectivas-masacres (67 vs. 61); y, en general, iv) las acciones bélicas de los principales grupos armados al margen de la ley (282 vs. 243).

Un área donde aún se tiene progreso es en la reducción de la tasa de homicidios a nivel nacional, habiéndose estabilizado en niveles de 25 por cada 100.000 habitantes. Pero esta cifra todavía sigue siendo intolerable para la época de pos-conflicto de un país que dice sentirse orgulloso de estar entrando a la OCDE, especialmente cuando sabemos que, por ejemplo, en España o en Chile esas tasas de homicidios son tan bajas como 5 por cada 100.000 habitantes (ver *Comentario Económico del Día* 15 de noviembre de 2017).

Así, las relaciones diplomáticas de Colombia se han vuelto a “narcotizar”. No solo están en la palestra los temas de objeciones a la JEP y las retaliaciones referidas a

las visas a Estados Unidos, sino que podrían también comprometerse ayudas relacionadas con los inmigrantes venezolanos y con el llamado plan “Paz Colombia” (representando US\$250 millones anuales). La presente nota analiza esta compleja situación geopolítica y presupuestal de Colombia.

Deterioro en los indicadores de seguridad rural

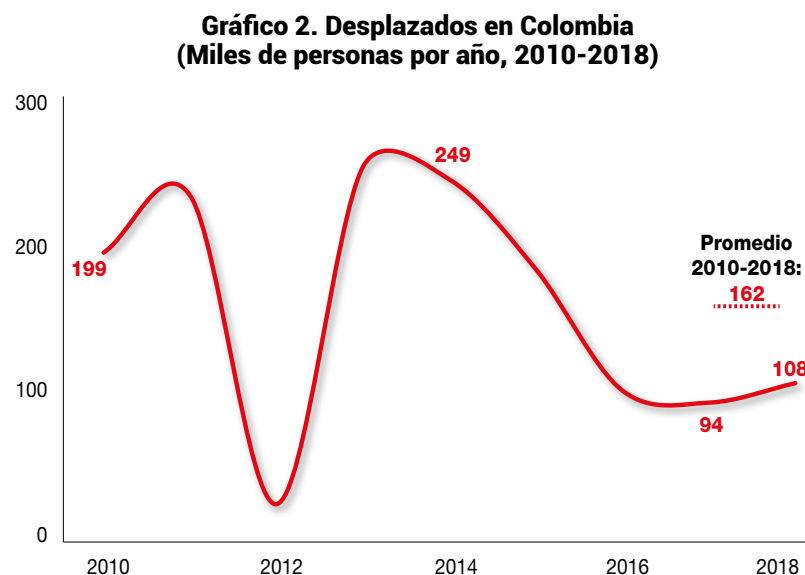
Ya mencionamos cómo ha venido materializándose el llamado “efecto avispero”, durante la era de pos-conflicto 2017-2018 (ver *Comentario Económico del Día* 3 de agosto de 2016). Este postulaba que, al intentar “remover” un avispero del tamaño de nuestro problema de orden público sin la debida precaución-planificación, la consecuencia última sería la de esparcir “avispas” (ahora enardecidas), exponiéndose el país a dolorosas “picadas” (escalamiento de acciones delictivas).



Foto: CNN en Español.

Prueba de ello ha sido el fortalecimiento del ELN, cuyas cuadrillas se han incrementado de unos 1.000 combatientes en 2015 hacia unos 5.000 actualmente (incluyendo su asociación al Clan del Golfo y Urabeños). Ello ha derivado en incrementos en la violencia rural, especialmente en zonas otrora dominadas por las Farc (tales como Cauca-Nariño, Magdalena Medio y Norte de Santander-Catatumbo).

Esa mayor violencia rural ha implicado reversas en la favorable tendencia que se tuvo durante 2013-2016. En particular, cabe mencionar el quiebre en las cifras referentes a: i) población desplazada, aumentando un 14% anual en 2018 hacia 108.000 personas, aunque aún inferiores a los picos de 250.000 personas en 2013, ver gráfico 2; ii) víctimas de ataques terroristas, incrementándose hacia 121 personas en 2018 (vs. 76 en 2017), más el atentado del ELN a la Escuela de Cadetes en este 2019; y iii) voladuras a la infraestructura minero-energética, donde los atenta-

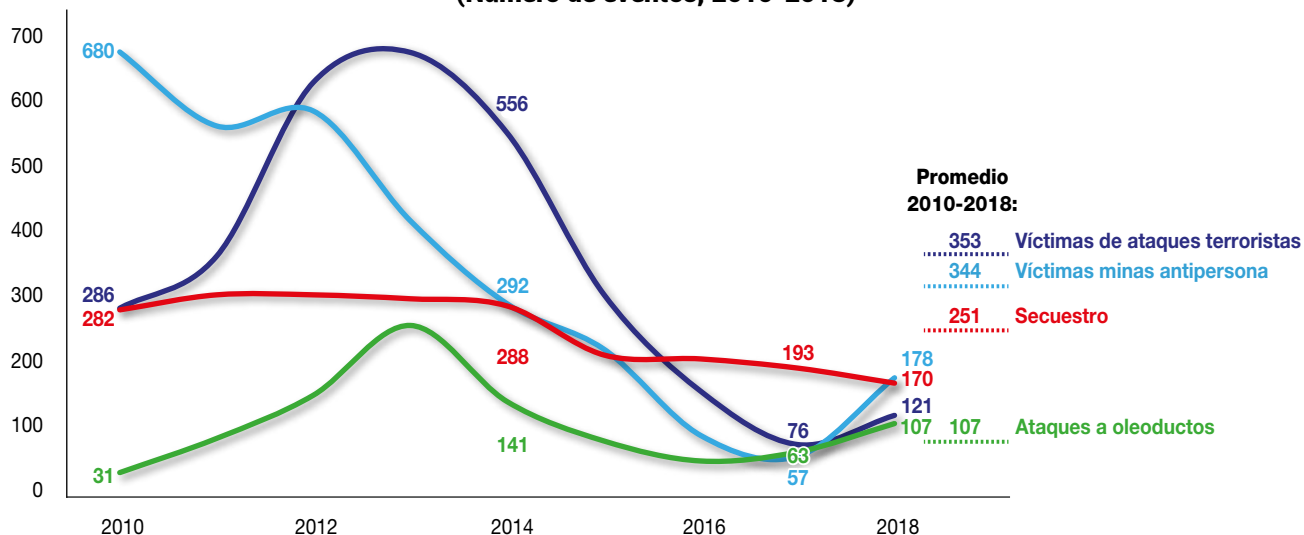


Fuente: elaboración Anif con base en Fundación Ideas para la Paz.

dos a los oleoductos totalizaron 107 en 2018, prácticamente duplicando los 63 de 2017, ver gráfico 3. Esto último no solo perjudica la operación de la industria petrolera, sino que conlleva irreversibles daños ambientales. ¿Dónde están las ONGs ambientalistas protestándole a la guerrilla este demencial accionar?

Por último, preocupa el aumento de las víctimas de minas antipersonales, cuya incidencia se triplicó hacia 178 en 2018 (vs. 57 en 2017). Esta situación tiene paralizados los programas de erradicación manual de cultivos ilícitos, al tiempo que el país debate el delicado tema de la fumigación aérea.

Gráfico 3. Crímenes "rurales" en Colombia
(Número de eventos, 2010-2018)

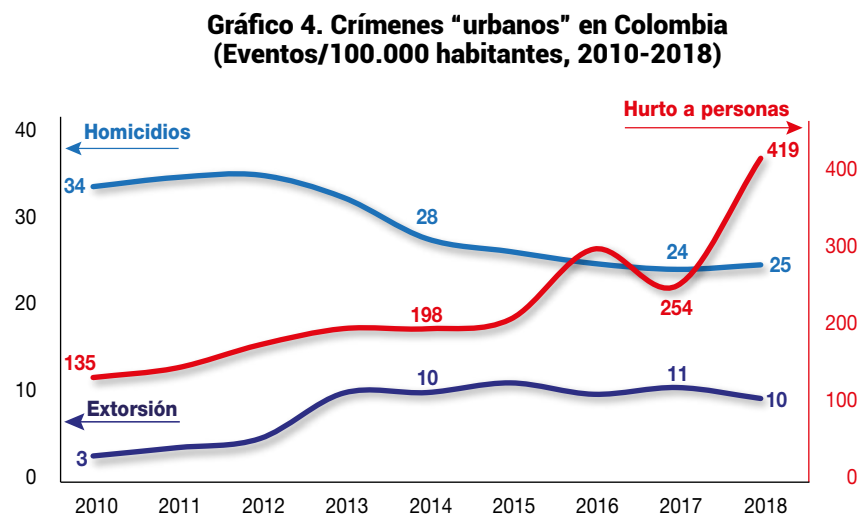


Fuente: elaboración Anif con base en Fundación Ideas para la Paz, Policía Nacional y Ministerio de Defensa.

Deterioro en los indicadores de seguridad urbana

El deterioro en las cifras de seguridad urbana se ha concentrado en los repuntes del hurto a personas, incrementándose de 125.000 casos en 2017 (254 por cada 100.000 habitantes) a 209.000 en 2018 (419 casos por cada 100.000 habitantes), ver gráfico 4. También preocupan los repuntes en los hurtos a entidades comerciales, triplicándose en los últimos dos años hacia unos 60.000 casos. Todo ello ha implicado evidentes deterioros en la percepción de seguridad ciudadana.

Colombia continúa mostrando fragilidades en su pie de fuerza policial y de allí que Anif tempranamente manifestara que los “dividendos de paz” (entendidos como el espacio para reducir el gasto en fuerza pública) eran nulos. El caso más agudo de dichos faltantes policiales es el de Bogotá, contando solo con 238 policías por cada 100.000 habitantes. Esta cifra está muy lejos del referente internacional de 450 por cada 100.000



Fuente: elaboración Anif con base en Policía Nacional, Fiscalía General de la Nación y Ministerio de Defensa.

habitantes para ciudades principales. Peor aún, Bogotá está por debajo de los 500 policías que sí se observan en muchas otras ciudades intermedias de Colombia.

Finalmente, no ayuda para nada a tranquilizar a los ciudadanos el elevado grado de impunidad del sistema judicial colombiano. Estadísticas recientes indican que la impunidad raya en el 95%, siendo

común el expediente de libertad casi inmediata a delinquentes recurrentes y sorprendidos en flagrancia. Las tasas de reincidencia delictual bordean actualmente el 40%. La justicia colombiana requiere profundos cambios operativos para asegurar el funcionamiento del principio “disuasivo” y la sobreocupación carcelaria no puede seguir siendo la excusa para no castigar a dichos delinquentes. Por ejemplo, el elevado hacinamiento carcelario debería poderse enfrentar con inversión en infraestructura carcelaria bajo esquemas de APPs.

“Hacia una Paz Estable y Duradera” (a manera de conclusión)

Esta coyuntura de evidente deterioro del orden público amerita recordar lo dicho por Anif sobre los temas de “dividendos, aceleración del PIB-real y los requerimientos presupuestales del pos-conflicto” ([ver http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda-paz1016.pdf](http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda-paz1016.pdf)).



1. Espacio para reducir el gasto en fuerza pública (el llamado “Dividendo de paz”)

Inexistente, dada la escalada del narcotráfico y el discutido deterioro del orden público (que era previsible según nuestra hipótesis del “efecto avispero”).

2. Crecimiento potencial de Colombia

Decíamos que solo a la vuelta de unos cinco años Colombia estaría acelerando su crecimiento del PIB-real en cerca del 0.5%-1% por año. Infortunadamente, vemos que dicho potencial ha caído del 4% anual hacia un 3% y, de hecho, el crecimiento promedio del último quinquenio ha sido de solo un 2.7% anual.

3. Exigencias presupuestales del pos-conflicto

En este frente, la verdad es que estamos algo más pesimistas que hace un par de años, dado el fracaso de la Ley de Financiamiento (Ley 1943 de 2018) en arbitrar mayores recaudos tributarios. Por el contrario, dicha Ley cometió el error de poner la relación Recaudo (neto de devoluciones)/PIB en una trayectoria descendente durante el próximo cuatrienio. Efectivamente, dicha presión tributaria estaría cayendo del pico del 14.5% en 2015 hacia un 13.7% en 2020 (levemente inferior a la cifra observada en 2018) y, probablemente, tan bajo como un 13.3% a la altura de 2022. Así, la brecha en materia de recaudo tributario, respecto de la media de América Latina, se estaría agravando hacia niveles del 3% del PIB, en vez de cerrarse en al menos un 1.5% del PIB como lo recomendaba la OCDE.

Como resultado de esta fragilidad fiscal, se ha optado por relajar aún más la Regla Fiscal, en cerca de un 2% del PIB durante el período 2018-2022. La “cláusula de escape” de 2019 tuvo que ver con el costo de los inmigrantes venezolanos. Esto ha hecho perder credibilidad en dicha Regla Fiscal como elemento de “anclaje fiscal” (ver *Comentario Económico del Día* 2 de abril de 2019). Si en la evaluación de dicha Regla de abril de 2020 el Comité Consultivo concluye que la “nueva cláusula” de escape tiene que ver con la carencia de recursos para el pos-conflicto, seguramente Colombia enfrentará rápidamente la pérdida de su Grado de Inversión. 

Presentan las mejores herramientas y servicios disponibles en el mercado para el desarrollo de la Pyme. Proponen a las Pymes estrategias y soluciones que ayuden a aumentar su competitividad y desarrollo.



Bucaramanga
Agosto 22



Bogotá
Agosto 29



Pereira
Septiembre 26



Cali
Octubre 24

Consulte patrocinios comunicándose al Departamento Comercial:

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

Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF

Calle 70 A No. 7-86 · Teléfonos: (051) 307 3295
Línea gratuita 01 800 0119907



deceval
una compañía bvc

bvc

Mercado de Capitales y financiamiento público territorial *

Durante las últimas dos décadas, se ha observado una especie de “efecto tijera” en la salud fiscal del Gobierno Central (GC) vs. las entidades territoriales en Colombia. Mientras que la relación Deuda Bruta del GC/PIB pasó de niveles relativamente bajos del 22% en 1998 al 51% en 2018, esa misma relación para los gobiernos territoriales descendió del 3% al 1% actual (ver gráfico 1). En buena medida, ello se explica por el fin del súper-ciclo de los *commodities*, que afectó negativamente las finanzas del GC, mientras que los territorios han continuado con el apretado esquema fiscal que se tuvo que adoptar tras la crisis del período 1999-2003.

La problemática del GC se estará agravando por cuenta de la pérdida de recaudo tributario que estará dejando la Ley de Financiamiento (No. 1943 de 2018), al otorgar un exceso de alivios tributarios a las empresas (-1% del PIB), que no lograrán ser compensados por los mayores recaudos en cabeza de los hogares de estratos altos (+0.3% del PIB) hacia los años 2020-2022. Así, la relación Recaudo Neto/PIB estará

descendiendo desde el actual 13.9% hacia un 13.2% a la altura de 2022.

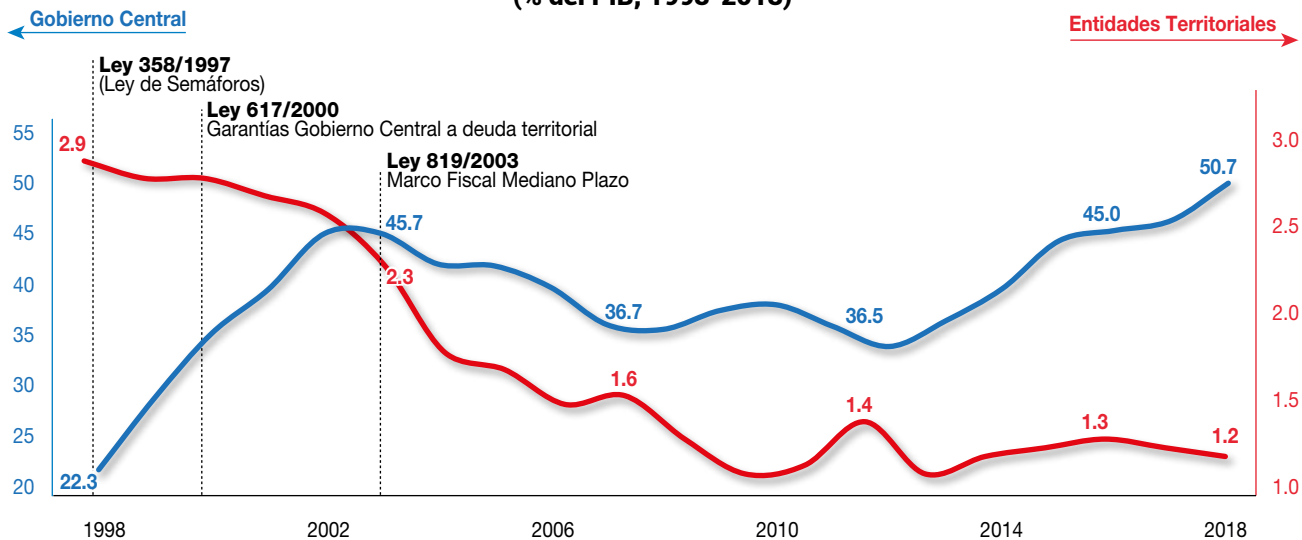
El menor endeudamiento territorial se explica básicamente por: i) la adopción de topes a ese endeudamiento a través de la llamada “Ley de Semáforos” (No. 358 de 1997); ii) la exigencia de garantías mediante las transferencias territoriales del Sistema General de Participaciones (SGP); y iii) algunos respaldos del GC en

proyectos puntuales, reduciéndose así los costos de ese financiamiento territorial (Ley 617 de 2000).

Esas mejoras en el andamiaje fiscal-territorial permitieron a los municipios-departamentos mayor acceso a

* Corresponde a *Enfoque* No. 101 de mayo de 2019.

Gráfico 1. Deuda Bruta del Gobierno Central y Entidades Territoriales (% del PIB, 1998-2018)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

fondeo proveniente tanto de la banca tradicional como del Mercado de Capitales. En el caso de las grandes ciudades y departamentos, esto ha permitido la construcción de importantes proyectos de infraestructura (como el metro de Medellín) y fondar otras inversiones de largo plazo. Infortunadamente, este acceso aún se concentra en la banca comercial (72% del total). De hecho, las emisiones de deuda pública regional tan solo representan el 7.4% de ese financiamiento, aunque cabe destacar que han venido ascendiendo frente al 3% de una década atrás (ver gráfico 2).

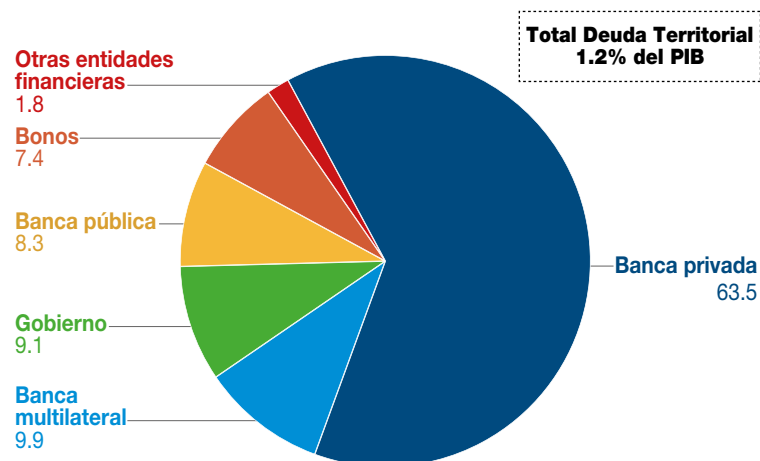
En esta edición de *Enfoque* analizaremos las bondades y retos que implicaría ampliar el acceso al Mercado de Capitales de esos territorios. Como veremos, ahondar en dicho mercado tendría beneficios en términos de mayor potencial de inversión regional (fondeada a largo plazo y con costos reducidos); además, ello permitiría reforzar la institucionali-

dad de prudencia fiscal-territorial (al verse sometidos a la disciplina del mercado). Sin embargo, materializar esos beneficios requiere superar desafíos considerables en materia de agilidad en trámites-procesos y capacidad de gestión de los territorios.

Evolución del marco normativo fiscal-territorial de Colombia

El proceso de descentralización introducido por la Constitución de 1991 trajo consigo un cambio de pa-

Gráfico 2. Composición de la Deuda Pública Territorial (Participación %, 2017)



Fuente: elaboración Anif con base en Contraloría General de la República.

radigma en la asignación del presupuesto, transfiriendo, de forma gradual, más de la mitad de los ingresos corrientes de la Nación a los territorios. No obstante, durante los primeros cinco años de dicho proceso de descentralización, no se trazaron lineamientos claros en términos de sostenibilidad fiscal-territorial, lo que derivó en aumentos considerables del gasto público-territorial, marcados déficits fiscales y alarmantes niveles de endeudamiento (bordeando el 3% del PIB en el pico de 1998, según lo comentado).

Para contener dichos excesos territoriales, se expidió la “Ley de Semáforos” del año 1997. Allí se establecieron toques al endeudamiento territorial, así: i) un máximo del 40% en la relación pago de intereses/ahorro operacional, siendo este último la diferencia entre ingresos corrientes+transferencias y los gastos de funcionamiento; y ii) límites del 80% en la relación deuda/ingresos corrientes. Dicha Ley incluyó cláusulas de escape ante expedientes de catástrofes naturales o faltantes de seguridad social, tal como se haría posteriormente en la Ley 1473 de 2011, que establecería la Regla Fiscal para el GC.

Posteriormente, en un intento por cimentar mayor confianza del sistema financiero en la deuda territorial, la Ley 617 del año 2000 permitiría que el GC otorgara garantías a los compromisos adquiridos por los municipios y departamentos con entidades vigi-



ladas por la Superfinanciera. Más adelante, la Ley 715 de 2001 crearía el SGP (en reemplazo del situado fiscal y la participación de los municipios), delineando criterios de asignación de los recursos más concisos y transparentes.

Dicho marco territorial se complementaría con la Ley 819 de 2003. Allí se estableció el requerimiento de un documento técnico de “Marco Fiscal de Mediano Plazo” (tanto para el GC como a nivel territorial), tendiente a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sus medidas principales se referían a: i) sendas prospectivas de superávits primarios que aseguraran la sostenibilidad de la deuda pública; y ii) obligatoriedad de calificaciones crediticias por parte de las principales agencias de riesgo en las emisiones de bonos territoriales.

Finalmente, con miras a disminuir aún más el riesgo inherente al financiamiento público territorial, la Ley 1176 de 2007 habilitó la pignoración de los recursos futuros del SGP para el repago de bonos que financiaran

proyectos de infraestructura de agua potable y saneamiento básico.

Actualmente, el PND 2018-2022 busca ahondar en este frente de acceso territorial al Mercado de Capitales. En particular, allí se permitiría a los municipios de categoría especial 1 y 2 (población mayor a 50.000 habitantes) “financiar obras públicas vinculadas a los proyectos estratégicos de renovación urbana [...] a través de la titularización del recaudo futuro del impuesto predial” (cerca del 10% de los ingresos corrientes).

El mercado de deuda pública territorial en Colombia

A pesar de estos avances normativos, las entidades territoriales de Colombia han hecho un bajo uso del Mercado de Capitales, pues las emisiones solo alcanzaron valores de \$2.5 billones durante el período 2003-2018. Como es de esperar, los emisores más activos han sido ciudades como Bogotá (\$2 billones en emisiones durante 2003-2018, 80% del total) y Medellín (\$389.560 millones, 16% del total). También se destacan algunas emisiones de menor magnitud en Cundinamarca (\$201.220 millones, con la bondad adicional de destinar buena parte de dichos recursos a inversión-mantenimiento en vías secundarias-terciarias, 5% del total) y Cali (\$20.000 millones, 0.8%), ver cuadro 1. Dichos financiamientos se han llevado a cabo a tasas competitivas del 4.5% real, resaltando no solo la im-

Cuadro 1. Principales emisiones de bonos públicos territoriales en Colombia (2003-2018)

Año de emisión (Publicación del prospecto)	Emisor	Monto (\$ millones)	Plazo	Tasa	Calificación
2003*	Bogotá D.C	2.000.000	20 años	Tasa fija IPC + margen DTF + margen	AAA
2006	Medellín	141.000	10 años	IPC + 5.1%	AAA
2007	Cundinamarca	44.000 27.220	10 años 10 años	IPC + 5.8% IPC + 5.9%	AAA
2013	Cali	20.000	4 años	DTF + 3% DTF + 4%	AA-
2014	Medellín	134.860 113.700	10 años 30 años	IPC + 3.99% IPC + 4.78%	AAA
2018	Cundinamarca	130.000	10 años	IPC + 4%	AA+

*El monto inicial de endeudamiento fue de \$600.000 millones, pero en 2005, dicho cupo fue ampliado hasta los \$2 billones (planeándose completar dicha emisión en 2019).

Fuente: elaboración Anif con base en bvc.

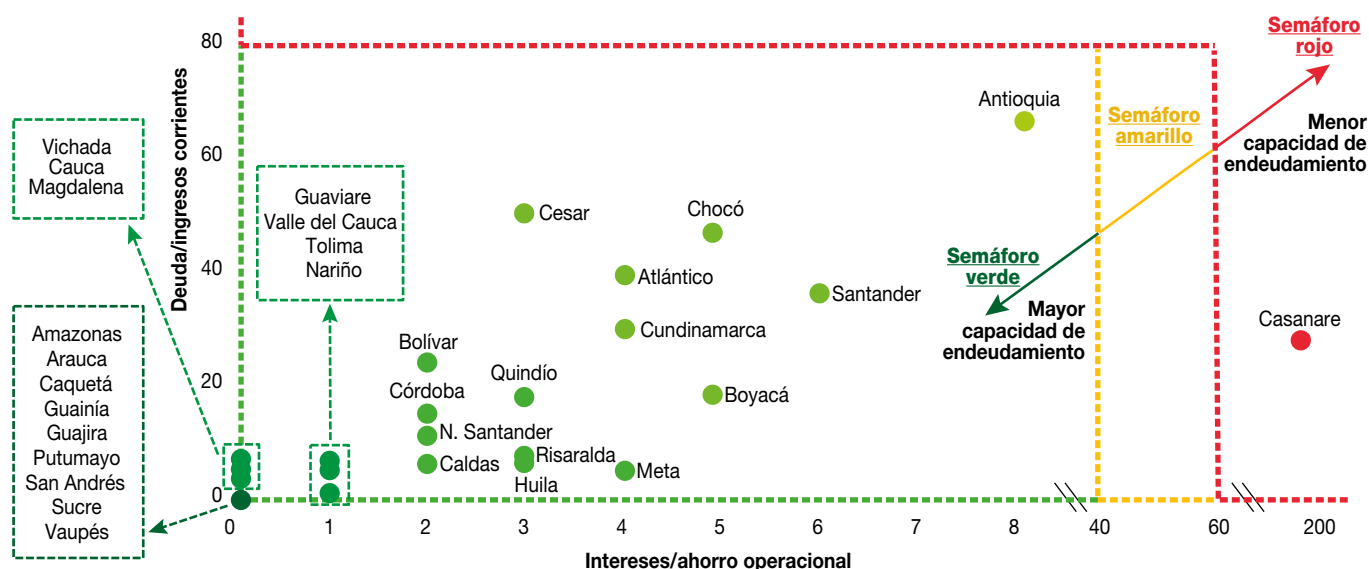
portancia del fondeo de proyectos de inversión clave, sino la complementariedad con la estrategia del financiamiento bancario tradicional.

Los emisores territoriales autorizados son aquellos que cumplen con lo reglamentado en la “Ley de

Semáforos” (según lo comentado). Allí se establecen requerimientos de calificaciones crediticias que evalúen el nivel de riesgo de la deuda. En particular, deben considerarse: i) los ingresos territoriales futuros tanto por transferencias (SGP-regalías) como por recursos

propios (tributarios y utilidades de empresas públicas); ii) potenciales garantías del GC; y iii) ingresos prospectivos asociados a los proyectos de inversión a financiar y su impacto en valor agregado-competitividad regional. El gráfico 3 muestra cómo la mayoría

Gráfico 3. Capacidad de endeudamiento por departamento 2017 (Ley de Semáforos 358 de 1997)



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

de departamentos cumple con las condiciones de dicha «Ley de Semáforos» (obteniendo una calificación de “semáforo en verde”). Nótese cómo dichas emisiones usualmente cuentan con calificaciones AAA (en el caso de Bogotá y Medellín) o AA. Aunque cabe resaltar aquí que dicho AAA territorial es análogo a la calificación BBB de la deuda soberana del GC bajo estándares internacionales.

Adicional a la colocación tradicional de bonos, se desarrollaron instrumentos alternativos para la inclusión territorial en el Mercado de Capitales. Por ejemplo, los sonados “Bonos de Agua” usaron la figura de terceros especializados. En este caso, el fondo “Panamerican Capital Partners” creó el Grupo Financiero de Infraestructura (GFI) para canalizar recursos a los territorios. La figura implicaba emisiones de GFI en el mercado de bonos (aprovechando su calificación AA+) a tasas de UVR+8%. Estos después serían canalizados hacia los municipios con préstamos a 20 años a tasas de UVR+11%, siendo ese *spread* de 3pp la ganancia de los participantes en la estructuración-colocación.

Esas tasas de financiamiento eran competitivas en la coyuntura de 2008-2009, en parte, gracias a las pignoraciones que se tenían de los recursos de transferencias del SGP. *Ex post*, los graves problemas de ejecución (y muchas veces corrupción por parte de algunos municipios) llevaron al fracaso de dicho esquema. Se buscaron mecanismos para repagar los créditos, aun sin haberse ejecutado las obras de infraestructura. Ello llevó al eventual retiro de esos bonos en 2014 a través de la recompra por parte de Findeter.

Todo esto creó un serio problema reputacional para esta figura de los Bonos de Agua.

La experiencia internacional en mercados de renta fija pública territorial



Estados Unidos

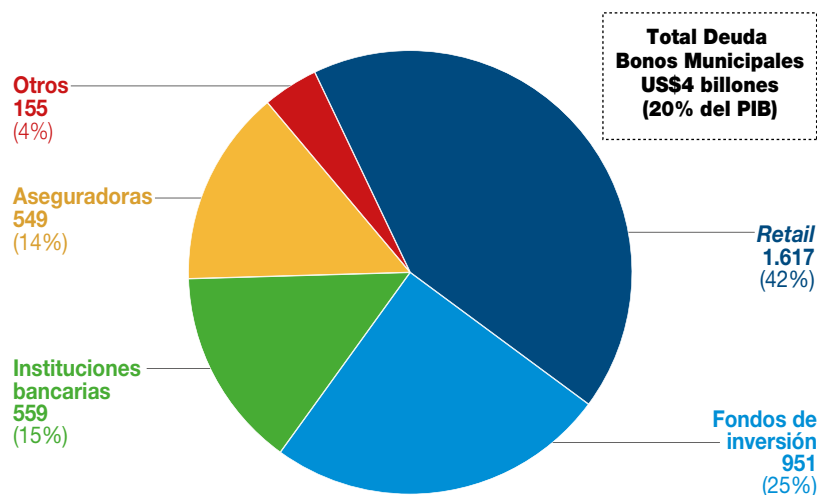
Estados Unidos es el mercado de bonos territoriales más profundo a nivel global, llegando a un *stock* de deuda territorial que ronda los US\$4 billones (20% del PIB, en su arista más popular de los llamados *Municipal Bonds* o *Muni Bonds*).

Dicha popularidad de los *Muni Bonds* obedece a ventajas de deducciones de impuestos federales, permitiendo: i) incrementar las rentabilidades *ex post* de los inversionistas; y ii) menores costos de financiamiento para los territorios. Allí no solo se tiene esa profundidad en el tamaño, sino ele-

vados niveles de liquidez, transándose cerca de US\$240.000 millones al mes en ese mercado (equivalente al 17.4% del PIB en términos anuales). Dicha profundidad del mercado descansa sobre una elevada diversidad por el lado de la oferta: se cuenta con unos 44.000 emisores territoriales, incluyendo agencias-empresas estatales. Y, también, alta profundidad por el lado de la demanda: bajos costos de transacción y elevados niveles de transparencia, con la gran mayoría de emisores con calificaciones crediticias.

Tal vez uno de los rasgos más sobresalientes de dicho mercado proviene de las elevadas tenencias de los inversionistas *retail* (42% del total), donde no solo han jugado las mencionadas ventajas tributarias, sino la evidente cultura de inversión en el Mercado de Capitales de los hogares americanos. Le siguen las tenencias de los fondos (25%, incluidos ETFs, fondos mutuos y del *money market*), bancos (15%) y aseguradoras (14%), ver gráfico 4.

Gráfico 4. Tenedores de Bonos Municipales en Estados Unidos (US\$ miles de millones, participación %; 2018)



Fuente: elaboración Anif con base en SIFMA.

Mercados emergentes



China

Durante las últimas dos décadas, los territorios chinos han venido haciendo un elevado uso de instrumentos de endeudamiento poco transparentes (fuera de balance), mediante deuda contratada con *shadow banks*. Dichos “Vehículos de Financiación del Gobierno Local” (LGFV por sus siglas en inglés) se encargaban de realizar las emisiones de los bonos (conocidos como *chengtou*). La proliferación de dichas entidades (más de 10.000), sumado a la ausencia de vigilancia y regulación, derivó en sobre-apalancamientos territoriales tan elevados como un 30% del PIB. Ello obligó al partido comunista a limitar dichas emisiones, canalizando el endeudamiento territorial hacia emisiones en el mercado de bonos. Dicha iniciativa ha sido exitosa, rondando actualmente las emisiones vigentes de deuda territorial cerca del 20% del PIB (vs. valores cuasi-nulos un quinquenio atrás).

A pesar de ese rápido crecimiento del mercado territorial de bonos en China, aún se tienen desafíos de consideración. Allí cabe anotar: i) la precaria capacidad técnica-financiera de los mandatarios locales; ii) la baja liquidez en la negociación de dicha deuda territorial (solo un 1% del PIB); y iii) alguna injerencia del partido comunista en las calificaciones crediticias, junto con topes regulatorios a los rendimientos ofrecidos a los inversionistas (jugando allí también el elemento de potencial rescate del Gobierno Central).



México y Perú

En México se tiene un éxito moderado gracias a su estructura federada (con autonomía regulatoria en dicho endeudamiento), explicando emisiones de bonos territoriales por cerca del 2.5% del PIB (vs. el 0.1% del PIB de Colombia). Estos montos, a su vez, explican un 5% de la deuda del Gobierno General (GG), la cual totaliza un 54% del PIB.

En Perú este mercado es muy pequeño, pues la deuda pública territorial asciende solo al 0.01% del PIB vs. 26% del PIB de deuda del GG, siendo el único territorio activo el de la ciudad de Lima. Allí han primado esquemas de canalización-agregación de dicha deuda mediante el Gobierno Central, el cual posteriormente transfiere los recursos a las regiones.

Financiamiento territorial vía Mercado de Capitales en Colombia (a manera de conclusión)

Ya mencionamos cómo la deuda pública territorial ha venido descendiendo hacia niveles del 1% del PIB, gracias a la mejor normativa-institucionalidad fiscal establecida en los últimos quince años (aunque allí persisten problemas de bajos recaudos tributarios-propios de solo un 2%-3% del PIB/año). Ello ha permitido abrir algún margen fiscal territorial, pues la relación deuda territorial/ingresos corrientes ha venido descendiendo hacia sus niveles actuales del 11%-12% (muy inferior a los topes regulatorios del 40% mandados en la Ley de Semáforos).

En principio, ello sugiere algún espacio para que municipios y departamentos diversifiquen sus fuentes de financiamiento, particularmente en lo referente a la emisión de deuda territorial en el Mercado de Capitales. Esto con la bondad adicional de lograr una mejor fiscalización-vigilancia del manejo de los recursos públicos-territoriales, ante el “seguimiento” del mercado-inversionistas.

Por el lado de la oferta de dicha deuda (emisores territoriales), esa diversificación tendría ventajas referidas a: i) un mejor calce en el financiamiento de los gastos de infraestructura, a la vez que solucionarían problemas de mantenimiento de las vías secundarias-terciarias; y ii) potenciales de menor costo de financiamiento y mayores plazos, en la medida en que los territorios se vuelvan emisores recurrentes. En este último caso, será deseable la creación de una «cuasi dependencia» al interior de las tesorías territoriales, que se encargue de las relaciones con inversionistas (mejorando la calidad-periodicidad del *reporting* financiero) y el *know-how* del proceso de emisión.

Ahora bien, dichas ventajas requieren que los territorios logren cimentarse como emisores recurrentes y reputados en dicho mercado territorial (como ya lo son Bogotá y Medellín o Cundinamarca y Antioquia). Este desarrollo de bonos territoriales no solo abarataría el acceso al Mercado de Capitales, sino su financiamiento bancario tradicional (con menores requerimientos de capital para emisores con calificaciones crediticias, según lo mandado en el Decreto 1477 de 2018 de convergencia a estándares regulatorios de Basilea III). Esto último resalta la complementariedad de dichos canales de financiamiento territorial.

Ahora bien, materializar esos potenciales beneficios en el mercado territorial requeriría enfrentar varios desafíos. Al igual que en el grueso de países emergentes, uno de los principales obstáculos para la oferta de dichas emisiones territoriales en Colombia proviene de la baja capacidad técnica-gestión de los funcionarios públicos regionales. Al margen de las soluciones, algo obvias, de mayor capacitación-idoneidad de dichos funcionarios, vale la pena ahondar en los recientes esfuerzos que la Superfinanciera viene haciendo en materia de Prospectos Estandarizados en las emisiones de bonos corporativos (según Circular Externa 19 de 2018). Una arista territorial de dicha iniciativa podría simplificar los procesos, con el beneficio adicional de eventual reducción en los costos de emisión (siendo uno de los mayores escollos del Mercado de Capitales de Colombia).

En ese desafío estructural de elevada tramitología, cabe destacar lo logrado con la integración entre bvc y Deceval en materia de reducción-simplificación de procesos de inscripción de valores y de contratación del depósito-custodio (especialmente en lo referente a la duplicidad de requisitos de ambas entidades). Adicionalmente, cabe resaltar las recientes disminuciones aprobadas en la Resolución 1058 de 2018 de la Superfinanciera, particularmente en materia de Derechos de Oferta Pública de Valores (0.035% de la emisión en 2018 vs. 0.005% en 2019, una reducción del -80%) y del proceso de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (0.008% del patrimonio en 2018 vs. 0.002% en 2019, una reducción del -75%). Sin embargo, aún quedan desafíos en términos de simplificación-abaratamiento por parte de otros agentes (estructuradores, asesores legales, entre otros).

También valdría la pena profundizar los esquemas de asesorías en estructuración financiera que viene haciendo la FDN a los territorios (complementando el rol tradicional de bancos de inversión). Este papel es análogo a la asesoría que presta el DNP en los temas de estructuración de proyectos y descentralización fiscal.

Dichas asesorías FDN-DNP deberían ir de la mano. Esto cobra aún más relevancia al constatar los cerca de \$10 billones de regalías que se tienen sin ejecutar por la falta de gestión territorial. Propuestas recientes del PND 2018-2022 y del Proyecto de Acto Legislativo No. 365 de 2019, relacionadas con el SGR, seguramente ayudarán en todo esto. Quedaría pendiente entrar en los detalles de la reglamentación tendiente a agilizar los órganos de decisión (OCADs).

En estos frentes, también deberá abordarse la limitada capacidad técnica de las entidades de control (en particular la Contraloría-CGR) en lo referente a la vigilancia sobre los recursos públicos relacionados con el mercado financiero. Difícilmente se tendrá una gestión óptima de activos-pasivos territoriales si los funcionarios públicos son sujetos de sanciones posteriores de la CGR por desconocimiento del funcionamiento de operaciones tan elementales como coberturas, inversiones (diferentes a CDTs), colocaciones-préstamos e incluso los requeridos gastos de las emisiones. En este último caso, se han tenido complicaciones de potenciales sanciones provenientes de diferencias entre los tiempos de estructuración y emisión.

Por el lado de la demanda, tal vez la lección del mercado territorial de Estados Unidos proviene del éxito de “conquistar” al inversionista

de “a pie”. Infortunadamente, en Colombia, la desazón de los inversionistas *retail* frente al Mercado de Capitales es bien conocida, no solo en lo referente a renta variable (donde los hogares solo destinan cerca de un 2% de su riqueza financiera a la tenencia de acciones), sino en la renta fija (explicando las personas naturales solo el 0.03% de los tenedores de TES).

En todo esto inciden negativamente los evidentes costos de vinculación de ese tipo de inversionistas, así como la baja educación financiera, temas ligados a los bajos niveles de capital social (ver *Enfoque* No. 98 de agosto de 2018). En Colombia deberán abordarse estos expedientes de reducciones de costos (con esfuerzos análogos a la reciente figura de micro-inversionistas), pero también deberá retomar el Estado su liderazgo en la promoción del Mercado de Capitales. Infortunadamente, dada la estrechez fiscal del GC, en Colombia no hay espacio para replicar los expedientes de exenciones tributarias a dicha deuda territorial que operan en Estados Unidos.

También deberá analizarse la manera de lograr mayores participaciones de los inversionistas institucionales en dicho mercado territorial. Es bien sabido el piso del llamado *ticket* de inversión mínima de esos inversionistas institucionales del orden de los \$100.000 millones y su preferencia por activos con las mejores calificaciones crediticias (el llamado sesgo AAA). Allí bien valdría la pena analizar posibles esquemas de titulaciones de emisiones territoriales pequeñas, con el fin de ajustarse al perfil de dichos inversionistas. Esto último ya viene ocurriendo en Europa bajo la figura de *Municipal Pooled Financing Mechanisms*. 

Publicaciones Pyme



Gran Encuesta Pyme

Realizada semestralmente con el apoyo de Bancóldex, el Banco de la República, Confecámaras y el Fondo Nacional de Garantías. Con cubrimiento nacional. Contiene cinco módulos temáticos: situación actual, perspectivas, financiamiento, acciones de mejoramiento y capital social.

— Esté atento a su lanzamiento el día
14 de agosto del presente año —

Mercados Industriales Pyme y Gran Empresa

Análisis del desempeño y la caracterización de las principales ramas industriales a partir de indicadores de: producción, valor agregado, personal ocupado, estructura sectorial, materias primas, precios, comercio exterior, situación financiera y Gran Encuesta Pyme. Dicho análisis se realiza de manera agregada para las diferentes ramas industriales y se entra en el detalle tanto de las Pymes como de las Grandes Empresas.



Revista Coyuntura Pyme

Contiene notas prácticas y sectoriales sobre diversos temas de actualidad e interés, los cuales van desde la evolución de la actividad Pyme y los mecanismos de financiamiento hasta la presentación y análisis de los últimos estudios internacionales sobre las Pymes.

Actualidad Pyme

Analiza la evolución reciente de la actividad Pyme con los indicadores propios de este segmento empresarial. Dentro de estos se encuentran la producción, los precios, el comportamiento del crédito y los indicadores financieros.



Consulte nuestra biblioteca virtual:
www.anif.co/biblioteca



Juan Gonzalo Flores

GERENTE ENCARGADO DE IFC PARA COLOMBIA, BOLIVIA, ECUADOR, PERÚ Y VENEZUELA

Bienvenido a *Carta Financiera* Dr. Flores ¿Podría contarnos cuáles son los objetivos del IFC en el corto plazo y la estrategia de mediano plazo en Colombia? ¿Cómo se encuentran relacionados estos objetivos con el fomento y desarrollo de las empresas colombianas y, en particular, de las MiPymes?

Juan Gonzalo Flores. IFC es miembro del Grupo Banco Mundial y es la mayor institución financiera de desarrollo enfocada en promo-

ver el desarrollo sostenible en los mercados emergentes, a través del apoyo al sector privado. En Colombia trabajamos en muchos sectores como el de infraestructura, el agrícola, financiero y también con programas de desarrollo urbano. Uno de nuestros principales objetivos en Colombia y en el mundo es precisamente ampliar el acceso a financiamiento. Colombia es un país que está acogiendo algunas de las iniciativas más innovadoras de la región para aumentar la inclusión financiera y esto es fundamental para que un mayor número de microempresas pueda jugar un papel clave en el desarrollo del país. Es claro que la falta del acceso al financiamiento es uno de los principales obstáculos que enfrentan las micro, pequeñas y medianas empresas en Colombia. Y esas empresas son realmente el

motor del crecimiento del país y de la generación de empleo.

Fuimos pioneros en las microfinanzas en la década de los noventa a nivel global, y ahora IFC sigue liderando la innovación en microfinanzas, apoyando las innovaciones en tecnología, productos financieros y nuevas regulaciones para ayudar a las instituciones financieras a alcanzar mayor cantidad de microempresas de una manera más rentable, lo que principalmente es un gran desafío en zonas rurales. También es importante resaltar que estamos trabajando cada vez más en apoyar empresas pioneras en nuevas tecnologías (Fintech) que están apoyando de forma creciente la inclusión financiera, tornándola económicamente viable para que un mayor número de microempresas puedan acceder al sistema financiero.

C.F.: Según la Gran Encuesta Pyme (GEP) y la Gran Encuesta a las Microempresas (GEM) de Anif, históricamente solo un 40% de las Pymes solicita créditos al sistema financiero, descendiendo dicho registro incluso al 15% en el caso de las microempresas. ¿Cuál es su lectura sobre estos resultados? ¿Cómo evalúa la política de inclusión financiera y expansión de las microfinanzas en Colombia?

Juan Gonzalo Flores. Estas son cifras alarmantes y un recordatorio que debemos redoblar nuestros esfuerzos por mejorar el acceso al crédito en Colombia. Incrementar la inclusión financiera sigue siendo un reto de suma importancia para el desarrollo económico del país. De acuerdo con otros estudios, el 80% de la población adulta en Colombia tiene una cuenta en una institución financiera. Si bien el progreso ha sido importante, todavía hay alrededor de 6.7 millones de adultos sin acceso al sector financiero.

Sin embargo, también hay noticias positivas. El entorno regulatorio de Colombia es propicio para que cada vez una mayor parte de la población tenga la posibilidad de acceder al sistema financiero formal. El gobierno es un claro aliado en los esfuerzos del sector privado para aumentar la inclusión financiera. Los objetivos del gobierno en este sentido son muy claros. Y también podemos decir que la oferta de servicios financieros digitales en Colombia es bastante amplia. El problema que enfrentamos es que la educación financiera no es suficiente y necesitamos seguir avanzando





Impreso
\$ 259.000

**Digital
Diamante**
\$ 229.000

**OFERTA
ESPECIAL**
\$ 259.000
Impreso + Digital
Diamante
53% Dcto

Al suscribirte recibes todos los beneficios
impresos y digitales de El País.



El País impreso y digital

Versión Móvil

Revistas impresas y digitales

Tarjeta digital Club Selecta

- Consulta tu descuento de renovación con nuestros asesores / * Disponibles en Android, IOS.



- Periódico impreso todos los días antes de las 6 a.m.
- Navegación en www.elpais.com.co, acceso hasta 6 usuarios o secciones simultáneas.
- Ingreso a ZONA DIAMANTE de la suscripción digital, acceso a contenidos exclusivos.
- Acceso a Mi País, configuración para recibir contenidos de único interés.
- Descargar APP versión digital móvil, hasta 2 dispositivos: celulares o tabletas.
- Descargar 2 libros de literatura en versión digital.
- Boletines exclusivos.
- Miembro de Club Selecta.



**TARJETA SELECTA
VERSIÓN DIGITAL**

DISFRUTA CON ELLA
DESCUENTOS ENTRE
EL 10 % Y EL 70%

Convenios en más de 130 establecimientos en categorías como:

Automotriz	Entretenimiento	Salud y belleza	Calzado y ropa
Deportivo	Restaurantes	Otros	Hogar

SUSCRÍBETE YA, llama al 4455000

El País

El País.com.co

AUDIENCIAS
donde quieres llegar | El País



en la cobertura de internet en el país para que más personas y más microempresas tengan acceso a estos servicios financieros por medio de canales digitales. Esto va a ser especialmente importante para que el sector financiero tenga una mayor penetración en zonas rurales.

C.F.: En alianza con Accenture, IFC ha creado el programa "DigiLab Finance" para ayudar a las entidades financieras a desarrollar estrategias digitales para sus clientes, aprovechando las tecnologías existentes. ¿Cómo funciona este programa? ¿Cuáles considera que son los principales retos o dificultades que tiene este programa para agilizar la inclusión financiera?

Juan Gonzalo Flores. Es un programa de aceleración de transformación digital que ayuda a las instituciones financieras a desarrollar sus estrategias digitales y hojas de ruta. Está diseñado e implementado por el equipo de asesoría para instituciones financieras de IFC en alianza con Accenture, una firma global líder en consultoría. El programa ayuda a las instituciones financieras a repensar sus estrategias digitales para hacer frente a las expectativas de sus clientes y aprovechar las nuevas tendencias tecnológicas del mercado. La experiencia de ambas organizaciones contribuirá a crear un programa que mejore el acceso y uso de tecnologías clave como analítica de datos y *big data* o computación en la nube, teniendo un enfoque en servicios financieros móviles.

“El auge de la banca digital alrededor del mundo ha obligado al sector financiero a evolucionar para cumplir con las demandas del nuevo cliente digital. Las grandes instituciones han tomado la delantera, por la gran cantidad de tiempo y recursos que demanda la estrategia. Las de menor tamaño también quieren entrar en esta transformación, pero no siempre saben cómo lograrlo.”

El auge de la banca digital alrededor del mundo ha obligado al sector financiero a evolucionar para cumplir con las demandas del nuevo cliente digital. Las grandes instituciones han tomado la delantera, por la gran cantidad de tiempo y recursos que demanda la estrategia. Las de menor tamaño también quieren entrar en esta transformación, pero no siempre saben cómo lograrlo. Este programa está diseñado precisamente para estas instituciones de menor tamaño. Los resultados han sido muy positivos y los participantes en estas capacitaciones, que duran 11 semanas, nos han dicho que salen preparados para liderar procesos de transformación digital en sus entidades. Ya se llevaron a cabo dos ediciones del programa DigiLab (el segundo culminó la primera semana de abril de 2019), con un total de 8 instituciones financieras de Colombia, Perú, República Dominicana, México, Costa Rica, Haití y Guatemala. En junio 2019 comienza la tercera edición del DigiLab con la participación de una institución financiera colombiana líder en proveer servicios financieros a microempresarios urbanos y rurales.

C.F.: La Administración Duque enfrenta un elevado grado de exigencia fiscal, dados los faltantes estructurales de recaudo tributario del orden del 1.5% del PIB, con agravantes de elevada informalidad y evasión tributaria (cercana al 3%-4% del PIB). En este frente, la reciente Ley de Financiamiento 1943 de 2018 adoptó un nuevo "Régimen Simple de Tributación" (SIMPLE), el cual busca promover la formalización de las Pymes en Colombia, reduciendo los costos de dicha formalización y simplificando el cumplimiento de las obligaciones tributarias. ¿Cuál es su opinión sobre la efectividad que tendrá este nuevo régimen SIMPLE? ¿Cuáles cree que son los principales obstáculos que enfrentan las Pymes para formalizarse?

Juan Gonzalo Flores. Más allá de las medidas que tome cualquier gobierno, me parece que Colombia en los últimos años ha realizado

esfuerzos importantes para promover la formalización de las Pymes. Las medidas para la simplificación de trámites para mejorar la competitividad de la economía han sido importantes, pero todavía queda mucho camino por recorrer. El informe de Doing Business, por ejemplo, indica que en Colombia los trámites que cualquier empresa debe hacer requieren mucho tiempo y esfuerzo. El pago de impuestos para una empresa supone 255 horas al año, una cifra muy alta que claramente es una barrera para la formalización de una Pyme. Y abrir una empresa, con todos los registros necesarios, toma en promedio 11 días de trámites. Cualquier medida que logre reducir y simplificar los trámites empresariales sin duda alguna fomentará la formalización de las Pymes y mejorará la competitividad de la economía nacional.

las ciudades en Colombia. En un contexto de presupuestos públicos limitados es importante pensar en mecanismos para atraer la participación del sector privado.

La innovación e inversión del sector privado son fundamentales para abordar los complejos desafíos de las ciudades en áreas clave como la infraestructura, el cambio climático y la creación de empleo. Donde existen soluciones del sector privado, pero están limitadas por falencias en el entorno regulatorio, el sector público debe trabajar, junto a los distintos actores de la sociedad, para crear políticas que permitan el desarrollo de propuestas del sector privado. Y, finalmente, los gobiernos deben reservar sus limitados presupuestos fiscales para invertir en soluciones en las que no hay una alternativa del sector privado.

Por ejemplo, durante los últimos quince años, IFC ha invertido más de US\$12.000 millones en 350 proyectos urbanos y servicios de asesoría en más de 60 países, contribuyendo a crear ciudades sostenibles y competitivas que atraigan la inversión privada necesaria para el crecimiento inclusivo y reducir la pobreza. Las asociaciones público-privadas bien estructuradas y bien administradas pueden aportar innovación, eficiencia y financiamiento del sector privado, en un solo paquete. En Bogotá hay dos ejemplos interesantes de asociaciones público-privadas. IFC está apoyando a la ciudad para el desarrollo de APPs en el sector salud para la construcción de hospitales, algo que es muy innovador. También con Medellín y Barranquilla se está trabajando con el modelo APP para instituciones educativas.

C.F.: Actualmente, el país se encuentra en medio de una fase de moderada recuperación económica, tras la desaceleración que implicó el fin del auge minero-energético unos años atrás. ¿Qué tipo de iniciativas privadas se requieren para promover el desarrollo del empresariado colombiano, de manera que logremos elevar nuestro crecimiento potencial del actual 3% hacia el 4.5% histórico?

Juan Gonzalo Flores. Creo que es importante que el sector privado y muchas de las iniciativas que buscan apoyar su desarrollo se enfoquen en un tema crucial, pero que quizá no está todavía en su agenda. Se trata del desarrollo de

A nivel personal

C.F.: En *Carta Financiera* también nos gusta conocer un poco más sobre la vida personal de los principales funcionarios del país, si nos lo permiten. ¿Cuál es su principal *hobby*? ¿Cuál fue el último libro no económico que se leyó?

Juan Gonzalo Flores. Tengo muchos *hobbies*, pero los principales son el deporte y la lectura, aún juego fútbol, aunque cada día me cuesta más, y tenis, donde me siento más cómodo. El otro *hobby* que tengo es la lectura, siempre estoy leyendo un par de libros. El último libro no económico que leí es *La muerte de Artemio Cruz*, un clásico mexicano de Carlos Fuentes. Adicionalmente, viviendo ya muchos años en Colombia he adoptado el *hobby* de la rumba y la alegría, creo que no hay país como Colombia para adoptar este buen hábito.

C.F.: Muchas gracias. 

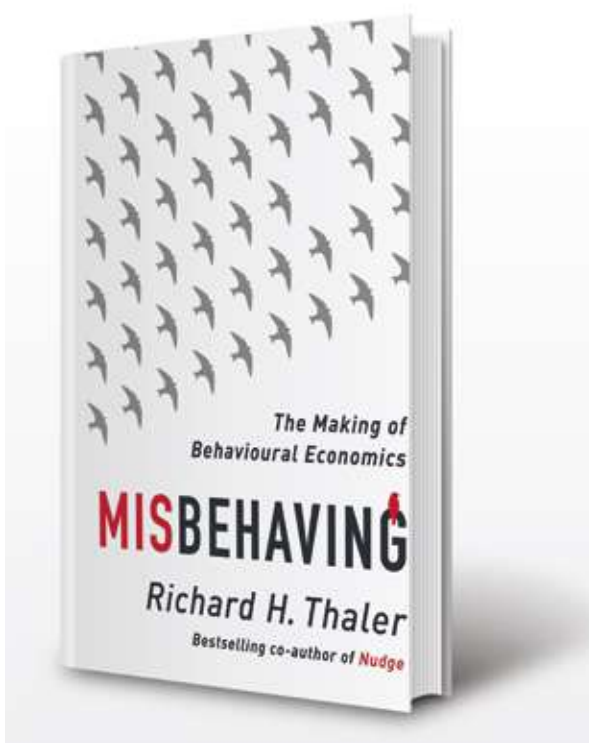
(... DONDE ANIF SE PARAPETA PARA ESCUDRIÑAR LA **AGENDA DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS**)

Creando la economía del comportamiento: ...Neceando *

Libro escrito por: Richard H. Thaler

Comentado por: Sergio Clavijo

El Premio Nobel de Economía de 2017, Richard Thaler, ha escrito este magnífico recuento sobre cómo fue que él ayudó a crear el campo de la “economía del comportamiento” durante los años 1974-1992. Lo hizo edificando sobre las ideas de muchos de sus amigos, tales como Kahneman, Tversky, Akerlof, y siguiendo las ideas pioneras de los años sesentas de Simon y Arrow.



Además de contener profundas reflexiones sobre “irracionalidad económica”, con serias implicaciones a nivel del mundo macro/micro, este es un libro temáticamente variado y bastante divertido (virtudes que escasean en las obras económicas serias). Aquí, literalmente, el autor explica cómo fue que “neceando”, siendo “algo perezoso” e irreverente frente a falsas premisas económicas fraguó formas alternativas de entender las decisiones económicas.

Los aportes de Thaler radican en lograr una buena combinación de teorías sobre decisiones humanas (fundamentadas en psicología) con teorías económicas sobre “optimización de recursos escasos” (tradicionalmente amparadas en la competencia y en la libertad de escogencia). Aunque se pensaría que este ha sido un “asalto” a la ortodoxia de la Escuela de Chicago, lo interesante de su relato es que todo ello ocurrió aprovechando la mentalidad abierta de esa misma Escuela.

* R. H. Thaler (2015), *The Making of Behavioral Economics: MisBehaving* (W. W. Norton & Company, New York - London).

De hecho, Thaler supo aprovechar los lazos comunicantes de la economía con el derecho (particularmente fuertes con el *Law&Econ* de Chicago), con el entendimiento histórico de “revoluciones paradigmáticas” (siguiendo a Kuhn), y con el continuo debate entre contrapartes (incluyendo premios Nobel como Lucas, Fama y Merton, entre los cerca de 28 Nobels relacionados con dicha facultad, cerca de un 37% del total galardonados).

Me generaron particular interés las argumentaciones de Thaler en materia de finanzas. Por ejemplo, el principio de retribución adicional a quienes invierten a largo plazo en acciones (*risk-equity-premium*) lo entrelaza con la teoría de los “mercados eficientes”. Recordemos que Fama había formulado en los años ochenta una doble hipótesis que lo llevaría al Premio Nobel: i) los mercados financieros tienden a encontrar el “precio correcto” (luego no deberían existir las burbujas financieras); y ii) nadie podría “derrotar” sistemáticamente el retorno promedio de esos mercados, ya que ellos utilizan eficientemente toda la información disponible en las transacciones de esos activos.

Pues bien, Thaler trata de resolver allí una doble paradoja. De una parte, los modelos teóricos dirían que el premio accionario debería bordear un 0.35% real anual, pero no el 6% real anual que se ha venido observando. Y, de otra parte, Thaler ha puesto de presente que el retorno de las acciones de firmas pequeñas ha venido superando el de las grandes firmas (sin que ello sea atribuible a su mayor riesgo, ver págs. 191 y 206).

Sin embargo, nos luce algo exagerada la conclusión de Thaler de que, en parte, estas paradojas se explican porque los inversionistas revisan en exceso el desempeño de sus portafolios en el corto plazo. Como mínimo

debería considerarse la trayectoria de las utilidades empresariales a lo largo de los ciclos económicos.

Nosotros más bien creemos que las burbujas financieras obedecen a muchos factores: fallas regulatorias, excesos de liquidez atribuibles a malos manejos de los bancos centrales o a la propia existencia de los “espíritus animales”. En todo caso, acierta Thaler al señalar la persistencia de los efectos manada que hacen difícil evaluar “el precio correcto”, por ejemplo, de la relación Precio/Ganancia, donde sus colegas Case-Shiller han aportado valiosos análisis macro-fundamentados (ver Shiller y Akerlof, 2005).

En cualquier caso, resulta acertada la recomendación de Thaler de que los fondos de pensiones deban reportar el desempeño de sus portafolios con ópticas de mediano plazo y no de corto plazo, para evitar una sobre-reacción de los ahorradores. Esta ha sido una lección útil recientemente adoptada en Colombia (ver Anif, 2018).

Particular interés tiene el recuento de Thaler sobre “la defunción” del modelo de valoración de activos (el llamado CAPM de Lintner/Sharp), debido a que no se ha encontrado una satisfactoria explicación sobre diferenciales de riesgo en los portafolios. Dicho de otra manera, los diferentes modelos sobre valoración de las firmas (tipo Modigliani-Miller) o sobre retornos de portafolios parecen concluir que es irrelevante la forma en que dichas firmas se financian (bonos o acciones) o la composición de los portafolios de ahorro de los hogares (ver págs. 164ss). Y, sin embargo, en la práctica han existido claros sesgos a favor de las emisiones de acciones a largo plazo (por lo menos hasta la fecha). Una muy plausible explicación tiene que ver con los efectos de la tributación en todo ello (págs. 228ss).

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

Como un corolario de lo anterior, Thaler enfatiza que la hipótesis de los mercados eficientes de Fama también ha quedado desvirtuada tras las repetidas crisis financieras (de 1990, 1987, 2008 y, probablemente, la de finales de 2020).

Sin embargo, la otra parte de la hipótesis de Fama sobre las dificultades para “derrotar” sistemáticamente las tendencias de los mercados financieros todavía luce válida. No en vano, los mercados se han ido desencantando de los “inversionistas activos”, migrando hacia administradores pasivos (tipo ETFs), con costos administrativos mucho más bajos para el ahorrador y retornos que fluctúan cerca del promedio del mercado.

Una parte mucho menos afortunada de este libro tiene que ver con la discusión sobre “costos hundidos”. Thaler argumenta que en la vida práctica los consumidores le dan gran preponderancia a no perder dinero-esfuerzos en la toma de decisiones finales, supuestamente contrariando la recomendación de los economistas de no tener en cuenta esos factores de “costos hundidos”. Mi percepción es que la profesión no recomienda a ultranza olvidarse de los costos hundidos a la hora de tomar decisiones finales sobre proyectos o sobre “si asistir o no a un evento cuando se trata de un boleto regalado”.

Si el autor hubiera discutido estos temas utilizando, por ejemplo, el marco analítico de “evaluación de proyectos”, posiblemente hubiera llegado a la conclusión de que se trata de decisiones “caso-por-caso”, donde no es sabio concluir *ex ante* que deban ignorarse los costos hundidos. En la práctica son decisiones dinámicas con parámetros cambiantes y, en el mundo de la política, se tienen “costos” difíciles de evaluar, como Thaler bien lo anota al discutir cuándo era “óptimo” para Estados Unidos haberse retirado de la Guerra de Vietnam.

¿Acaso no deben tenerse en mente los costos hundidos al evaluarse la conveniencia de finalizar obras de infraestructura cuando “tan solo” les resta un 30% por concluir, como han sido las discusiones en los casos de Reficar o de Hidroituango?

“Una parte mucho menos afortunada de este libro tiene que ver con la discusión sobre “costos hundidos”. Mi percepción es que la profesión no recomienda a ultranza olvidarse de los “costos hundidos”.”

También encontré muy útil y sincera la evaluación que hace Thaler sobre los logros y tareas pendientes de la “economía del comportamiento”. El autor concluye que se han hecho progresos importantes a nivel de las decisiones micro-fundamentadas, donde se tienen grandes esperanzas sobre las “guías amigables” a nivel estatal para mejorar la calidad educativa, nutricional y hábitos de buen-vivir, siguiendo las políticas tipo “nudge” (Thaler y Sustein, 2009).

Sin embargo, Thaler se lamenta sobre la poca penetración que todo esto ha tenido a nivel del mundo macroeconómico (págs. 348ss), donde él aventura la idea de que “falsear hipótesis” (a lo Friedman) es mucho más complejo a este nivel macro.

Evidentemente, son muchos los factores políticos, culturales y socioeconómicos que están en juego en estas decisiones macroeconómicas. De hecho, Thaler discute bien el tema sobre factores cambiantes en el descuento intertemporal de los consumidores (a lo Friedman, Modigliani o Barro), lo cual complica seriamente evaluar la optimalidad de las decisiones. Además, una cosa es hacer simulaciones en salones de clase sobre “teorías de juego” cooperativas/o no, y otra muy diferente enfrentarse a las complejidades del mundo real, donde las leyes, las presiones de grupo y las restricciones presupuestales deben ponderarse en ambientes de alta incertidumbre.

“Thaler otorga gran importancia a los centros de pensamiento-gestión. Esto debido a que la teoría postula el problema de información asimétrica entre el principal (quien busca el objetivo) y el agente (quien gestiona el objetivo a través de *think tanks*).”

Por último, queremos resaltar el importante papel que les asigna Thaler a los centros de pensamiento-gestión (*think tanks*, ver págs. 186ss). Como es bien sabido, a veces no se alcanzan los objetivos deseados por problemas de gestión, a pesar de tenerse una acertada visión sobre sus soluciones. La teoría postula entonces el problema de información asimétrica entre “el principal” (quien busca el objetivo) y “el agente” (el que gestiona los instrumentos en busca de tal objetivo, que es la tarea de los *think tanks*).

En efecto, con frecuencia los gobiernos (“el principal”) muestran sesgos de excesivo optimismo al trabajar en ámbitos cerrados al interior del Ejecutivo. En cambio, la experiencia compilada por la economía del comportamiento muestra que análisis externos bien fundamentados (como los de muchos *think tanks*) tienden a ser más objetivos que los realizados por el directamente involucrado en la fijación de dichos objetivos (ver págs. 186ss). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akerloff G. y Shiller R. (2015), *Phishing for Phools*, Princeton University Press, New Jersey.

Anif (2018), “Desempeño e información sobre ahorro pensional en Colombia”, *Comentario Económico del Día* 30 de mayo.

Kahneman D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Strauss and Giroux; New York; ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/daniel_kahneman.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

Thaler R. H. y Sustein C. R. (2009), *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Penguin Books, New York - London; ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_180.pdf