

+ **Riesgos Macro-Financieros**
de la Dolarización

+ **Desafíos y lecciones**
que nos deja 4G

+ **¿Aumenta el empleo manufacturero**
con una depreciación real?

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Celebrando
45 Años
(1974 – 2019)

financiera

carta 187

SEPTIEMBRE 2019

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

SEPTIEMBRE 2019

ANIF carta 187





Síguenos en:

 **@IEBancodeBogota**
Investigaciones Económicas
Banco de Bogotá

Consulte nuestros informes en
www.bancodebogota.com

Análisis y proyecciones para apoyar sus
decisiones de negocios.

**RESPALDAMOS A LAS
EMPRESAS DE NUESTRO PAÍS;**
porque cuando su empresa crece,
Colombia también lo hace.

Trabajemos juntos.

Consulte con su Gerente de Relación o llame
a la línea especializada para empresas
01 8000 111 686

COORDINADORA

MENSAJERÍA PAQUETES MERCANCÍAS

Nos comprometimos
a mejorar la calidad del aire.



www.coordinadora.com / Síguenos en:



#MOVIMIENTO AZUL

No.187 Septiembre 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 Diego Londoño
Andrea López
Tatiana Montero**

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

CARÁTULA:
Tatiana Herrera

IMPRESIÓN
Multi-Impresos

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

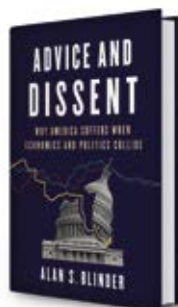


SUSCRIPCIONES
Rocío Vallares

Calle 70A 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 Septiembre de 2019

EDITORIAL

- 3** Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019
(MFMP-2019)

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 9** ¿El porqué de nuestra economía encajonada?
Sergio Clavijo, Juan Sebastián Joya y Cindy Benedetti
- 14** Desafíos y lecciones que nos deja 4G
Carlo Bongiani y Laura María Botero
- 22** Riesgos Macro-Financieros de la Dolarización
Resumen de Investigación realizada por Anif
y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)
- 30** Cheap employment: ¿Aumenta el empleo
manufacturero con una depreciación real?
Lina Cardona, Fredy Gamboa y Jesahel Higuera

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 38** Índice de Costos Bancarios Anif (ICBA)
- 42** Concentración del ingreso y Salario Medio/Mínimo
- 47** Vaivenes financieros globales y sus implicaciones
2019-2020
- 51** PIB-real segundo trimestre de 2019
y revisión de pronósticos

NOTAS DESTACADAS DEL MERCADO DE CAPITALES

- 55** Fondeo Bancario y Mercado de Capitales

CELEBRANDO LOS PRIMEROS 45 AÑOS DE ANIF (1974-2019)

- 63** Palabras del Dr. Sergio Clavijo, presidente de Anif

TORRE DE MARFIL

- 69** Consejo y disenso: sobre por qué Estados Unidos
sufre cuando la economía y la política chocan
Libro escrito por: Alan S. Blinder
Comentado por: Sergio Clavijo

Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019 (MFMP-2019)

El gobierno reveló a mediados de año el MFMP-2019. Así, con los lineamientos de la Regla Fiscal (RF) aprobados en abril, este MFMP-2019 de junio y el proyecto de Ley Presupuestal de 2020, que se radicó ante el Congreso en julio, se completa la visión fiscal que estará enfrentando Colombia. Esta información provee gran detalle para los años 2019-2020, pero la verdad es que del año 2021 en adelante lo que se tienen son “deseos y esperanzas” fiscales, dada la alta incertidumbre global y local reinante en los frentes reales y financieros.

Como veremos a continuación, este MFMP-2019 “apuesta” por un PIB-real que se estaría acelerando hacia tasas del 4.4% anual para el año 2022 (frente al 2.7% anual del último quinquenio), ver recuadro final que analiza los supuestos macro-financieros. Esto (supuestamente) ocurriría gracias a la “confianza inversionista-II” resultante de reducir la tasa efectiva de tributación empresarial desde niveles del 49% de las utilidades en 2019 (según Ley 1819 de 2016) hacia un 44% en 2022 (según Ley 1943 de 2018), ver *Comentario Económico del Día* 23 de abril de 2019.

A su vez, ello mejoraría la tributación neta total en cerca de +0.8 puntos porcentuales (pp), llevándola hacia el 14.7% del PIB en 2022, donde la gestión fiscal contribuiría con +0.4pp. Pero, a pesar de esa mejoría del recaudo, el gobierno tendría que realizar recortes presupuestales por -0.9pp del PIB durante 2020-2022. Esto para lograr que el déficit fiscal del Gobierno Central (GC) se reduzca del 3.1% del PIB en 2018 hacia el 2.4% del PIB en 2019 (mostrando inclusive sobrecumplimientos del 0.3% del PIB respecto de la RF) y hacia el -1.6% del PIB en 2022.

Así, la Administración Duque habría controlado totalmente los riesgos fiscales de Colombia, pues ese MFMP-2019 señala que la relación Deuda Bruta/PIB del GC se habría logrado reducir desde el 51% del PIB en 2018 hacia el 47% del PIB en 2022. Parte de esa reducción también provendría de utilizar recursos de privatizaciones como ingresos del GC y de una mejor gestión de los pasivos resultantes de demandas judiciales y deudas de seguridad social.

Supply-Side Economics “recargada”

La “confianza inversionista-I” bajo Uribe no proveyó suficientes resultados de aceleración del PIB-real y de

incrementos en el recaudo tributario como para pensar que esta versión “recargada-II” vaya a ser exitosa. En efecto, pasado el ciclo alcista de los *commodities* durante 2002-2006, la economía terminó desacelerando su crecimiento del promedio del 5.5% anual a tan solo un 4.5% anual durante 2007-2010.

Además, es evidente que en Colombia la elasticidad del recaudo al PIB-real es inferior a la unidad y, para el período 2020-2022, será muy difícil contrarrestar por esta vía la caída estructural de un -0.5% del PIB en recaudo de la Ley 1943 de 2018. En el mejor de los escenarios, Colombia lograría mantener su relación Recaudo Neto/PIB en el 14% actual, pero lo más probable es que se reduzca a la franja 13%-13.5% durante 2020-2022 (ver *Informe Semanal* No. 1444 de enero de 2019).

La historia de Estados Unidos durante los años ochenta y la de Colombia durante 2002-2010 nos indica que, a nivel tributario, uno se equivoca de forma grave cuando pretende “sumar recaudo”, pero restando base y tarifa (ver Blinder, “Advice & Dissent” 2018).

Realidades de gasto vs. “pataletas presupuestales”

Tampoco lucen realistas ni bien fundamentadas las pretendidas contracciones del gasto público del MFMP-2019, requeridas para “terminar” de cumplir las metas de la RF. Lo primero es poner de presente que la Administración Duque tuvo que recurrir a incrementos en dicho gasto público por un 1% del PIB durante su primer año de gobierno (... esto indica que el *track-record* da poca credibilidad a este esquema, así

algunos consideren que las “pataletas presupuestales” del ministro serían una garantía).

De hecho, la Comisión de Gasto concluyó que esas “pataletas presupuestales” no son nada recomendables para Colombia, en medio de grandes necesidades de infraestructura de transporte, carcelaria, de irrigación del campo; amén de los requerimientos propios del “pos-conflicto” (ver *Informe Semanal* No. 1397 de febrero de 2018).

Como resultado de los recortes presupuestales de 2017-2019, la Formación Bruta de Capital Fijo-pública se ha venido reduciendo desde el 2% del PIB hacia un 1.2% del PIB en la actualidad. Peor aún, se tiene pensado que esa inversión productiva llegaría a un magro 0.4% del PIB en 2022 (limitándose a las obligaciones de Vigencias Futuras), según el reciente reporte del FMI (ver *Informe Semanal* No. 1465 de junio de 2019). Pero ¿acaso la culminación del Túnel de la Línea, la contención de los graves daños en la vía al Llano y el hacinamiento carcelario no claman por mayores asignaciones presupuestales en vez de menos?

En lo referente al “apretón presupuestal-operativo” también se tienen desafíos de tipo estructural, donde cerca del 85% del presupuesto está indexado año-a-año a ritmos del +4% real anual. La Administración Duque bien lo sabe, pues tuvo que conceder recientemente incrementos salariales a los servidores públicos a valores del 4.5% al 11% para el año 2019, estimándose que los costos de la nómina se elevaron no menos del 6.5% (esto es, 3.3% real). Así que, en este frente, la “credibilidad” luce baja, pues la historia de las tres últimas décadas es que los recurrentes paros de maestros, rama judicial y

sector salud suelen conducir a incrementar el gasto-operativo-público muy por encima de la inflación.

Por todo lo anterior, los recientes pronunciamientos de las calificadoras de riesgo coinciden en que este MFMP-2019 encierra “apuestas fiscales grandes” (... añadimos nosotros desde Anif que se trata, en realidad, de “apuestas arriesgadas e infundadas” que no van en la dirección de lo que le conviene a Colombia para el período 2019-2022).

Fitch, por ejemplo, ha dicho recientemente que los fundamentales de Colombia dan para una calificación de “simple Grado de Inversión” (BBB-), pero le había dado el beneficio de la duda al país durante 2017-2018 al sembrar esperanzas de que su fortaleza institucional le permitiría tomar correctivos estructurales. No obstante, Fitch ha concluido recientemente que dichos correctivos han sido insuficientes y de allí su asignación de “perspectiva negativa” a partir de mayo de 2019 (ver *Comentario Económico del Día* 11 de junio de 2019). Aparentemente, este MFMP-2019 ha sembrado aún más dudas sobre las posibilidades de mantenerle a Colombia el Grado de Inversión durante el segundo semestre de 2020.

¿Cuál debe ser entonces la línea de acción fiscal para evitar una degradación del riesgo Colombia en 2020?

Primero, Colombia requiere incrementar su recaudo tributario en cerca de un 2% del PIB para siquiera emular el promedio de países OCDE. El proyecto que condujo a la Ley 1943

de 2018 contenía una muy buena estructura de expansión del IVA a la tasa del 19% para muchos productos que hoy continúan pagando un 0% o un 5%.

De haberse aprobado esa idea (y sin necesidad de meterse con el 30% de la canasta básica del IPC que hoy está exenta), se hubiera logrado incrementar el recaudo en cerca de un 0.7% del PIB (destinando una porción para “devoluciones” a través del programa de Familias en Acción), ver *Informe Semanal* No. 1419 de julio de 2018.

Anif considera que, en marzo de 2020, la Administración Duque debería radicar una nueva reforma tributaria con estos lineamientos de extender el cobro del IVA a la tasa del 19% para un cúmulo de bienes que hoy continúan a tasas preferenciales. De hecho, este diferencial de tasas de IVA hace muy difícil mejorar la propia gestión anti-evasión de la Dian (tema que no se va a solucionar con la “Factura Electrónica”).

El ministro Carrasquilla, que había estructurado esa buena iniciativa en agosto de 2018, debería tomar un “segundo aire” pedagógico y proceder a explicarle al país esta sensata y realista alternativa tributaria. Esto es lo que recomienda el club de las buenas prácticas de la OCDE, al cual aspira a entrar pronto Colombia. También es lo que el FMI debería estarle diciendo “al oído” al país, si es que queremos continuar con acceso a la línea de crédito “contingente”.

La segunda línea de acción fiscal ya la ha venido explicando Anif y consiste en acelerar la estrategia de privatizaciones de activos como Ecopetrol o ISA, los cuales permitirían allegar cerca de unos \$10 billones (1% del PIB), para así poder apuntalar los programas de infraestructura del país (ver *Informe Semanal* No. 1456 de abril de 2019).

No se trata de recursos para gasto operativo o de intentar con ellos cumplir la RF o los escenarios rosa del MFMP-2019. Esos recursos de privatizaciones deben ir a fortalecer la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN). Esta combinación de mayor recaudo y apuntalamiento de la inversión en infraestructura será la forma segura de darle sostenibilidad a la abultada deuda pública y de acelerar nuestro crecimiento potencial desde el actual 3% anual hacia un 4% durante el exigente período 2019-2022.

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

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



VIGILANCIA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Colmena Seguros S.A.



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

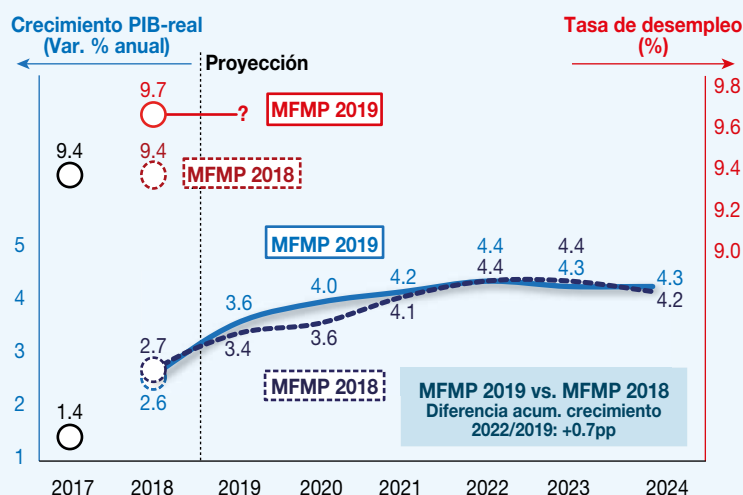
 **Colmena**
ARL

Análisis de los supuestos macro-financieros del MFMP-2019

Crecimiento del PIB-real y desempleo de largo plazo

El gobierno reafirmó su pronóstico de crecimiento del 3.6% para 2019 (a pesar del moderado rebote a tasas del 3% anual del primer semestre). También proyecta aceleraciones hacia un 4% y un 4.4% anual durante 2020-2022, ver gráfico 1. En opinión de Anif, estas cifras van a contrapelo de las tendencias de desaceleración global y postramiento regional. De hecho, los modelos ICOR de Anif arrojan un crecimiento potencial en el rango 3% al 3.5% anual durante el período 2018-2022. Curiosamente, esas proyecciones del PIB-real no aparecen para nada relacionadas con el preocupante escalamiento de las tasas de desempleo.

Gráfico 1. Proyecciones PIB-real y desempleo del MFMP



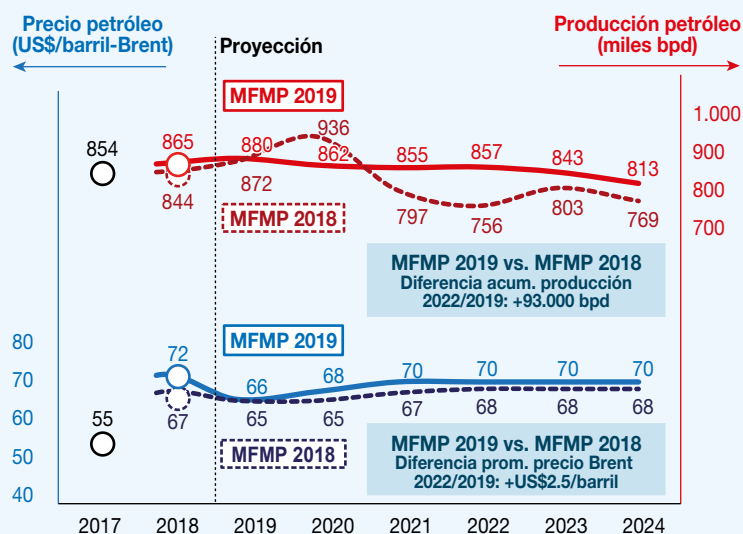
Fuente: elaboración Anif con base en MHCP.

Precio y volúmenes de petróleo

El MFMP-2019 supone convergencia en los precios del petróleo hacia sus niveles de largo plazo, pasando de los US\$66-68/barril-Brent en 2019-2020 a US\$70 durante 2021-2030 (ver gráfico 2). Si bien esta trayectoria no luce excesivamente optimista, este escenario implica un incremento de +US\$2.5/barril promedio anual respecto del MFMP-2018 (bajo Santos II).

La producción de petróleo pasaría de los actuales 880Mbd hacia unos 860Mbd durante 2020-2022 (+90Mbd respecto del MFMP-2018). A partir de allí, se tienen reducciones más marcadas hacia los 813Mbd en 2024 y, eventualmente, hacia los 600Mbd en 2030. Existe, sin embargo, una alta incertidumbre sobre el impacto de la explotación de los no-convencionales.

Gráfico 2. Proyecciones precio y producción de petróleo del MFMP



Fuente: elaboración Anif con base en MHCP.

Ingresos del Gobierno Central (GC)

Recaudo tributario

La relación Recaudo Neto/PIB se mantendría cerca del 14.3% durante 2019-2021 e, incluso, se pronostican incrementos hasta el 14.7% en 2022. Nótese cómo ello implica un +2.3% del PIB de recaudo adicional acumulado durante dicho período frente a lo pronosticado en el MFMP-2018, a pesar de las rebajas impositivas de la Ley 1943 de 2018 (ver gráfico 3).

La otra gran apuesta del gobierno radica en el efecto de la Factura Electrónica, esperando reducciones de evasión desde niveles del 30% hacia el 23% en el año 2022 (replicando el referente de México). Por esta vía, se espera llegar a picos de recaudos adicionales cercanos al 1% del PIB/año en 2022.

Por el contrario, Anif estima que la relación Recaudo Neto/PIB caería del 13.9% observado en 2018 hacia un 13.3% en 2022 (vs. el 14.7% del MFMP-2019).

Ingresos de capital

El MFMP-2019 prevé que se incrementarían desde el 1% del PIB en 2017-2018 al 2% del PIB/año durante 2019-2022 (para luego estabilizarse en niveles cercanos al 1.5% del PIB en lo que resta de la década). Dicho incremento se explicaría por: i) mayores excedentes financieros (pasando del 0.5% en 2018 al 1.1% del PIB en 2019), dados los mayores dividendos de Ecopetrol ante los incrementos del precio del petróleo-Brent (+30% anual en 2017-2018); y ii) mayores ingresos por “reintegros” (pasando del 0.5% al 0.8% del PIB).

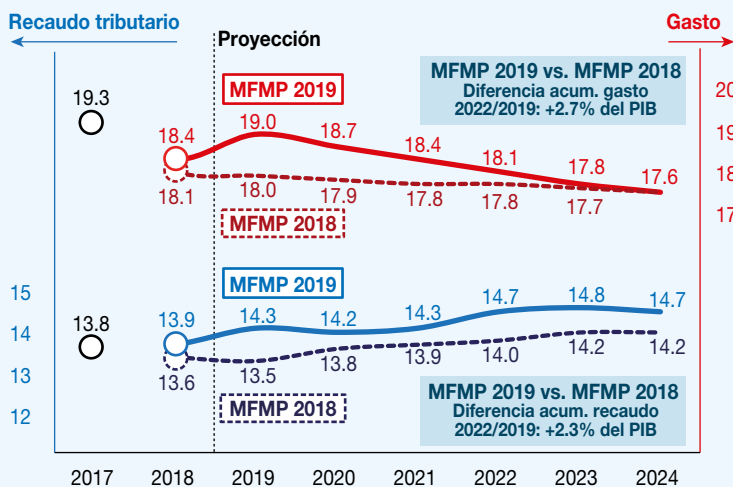
Sin embargo, la “contabilidad creativa” incluye allí: a) utilidades del Banco de la República (0.2%-0.5% del PIB para 2019), usualmente correspondientes al “cuasi-fiscal” y no al GC; y b) recursos de privatizaciones (0.6% del PIB/año durante 2019-2022) que aquí aparecen por “encima de la línea” (para gasto recurrente).

Gasto público

Este se estaría reduciendo del 19% del PIB en 2019 hacia el 18% en 2022 y, eventualmente, hacia el 17% al final de la década. Ya hemos argumentado en el texto por qué vemos esta trayectoria inconveniente e ilusoria.

Si bien cabe aplaudir los esfuerzos por depurar el esquema de transferencias a través del Sisbén IV (ahorros por un 0.2% del PIB promedio año durante 2019-2030), el gobierno ya tuvo problemas en su PND con este tipo de iniciativas, como las de subsidios de energía. Las estrategias de sustitución de pasivos de alto costo lucen más promisorias, pero su ahorro es bajo (0.1% del PIB promedio año en 2019-2030), así como las de modernización-eficiencia de la administración pública (0.1% del PIB promedio año).

Gráfico 3. Recaudo tributario y gasto del Gobierno Nacional Central (% del PIB, 2017-2024)

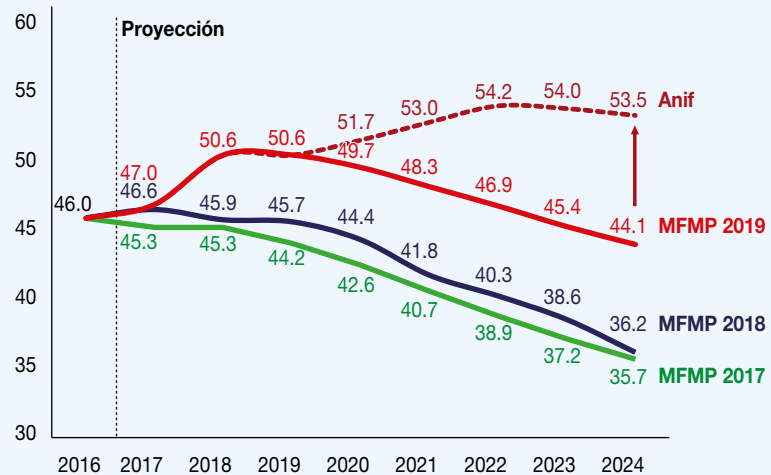


Fuente: elaboración Anif con base en MHCP.

Relación Deuda Pública Bruta/PIB

No deja de sorprendernos que, año tras año, estos ejercicios fiscales prevén una caída en la relación de endeudamiento que a la postre no se concreta, ver gráfico 4. Este ejercicio prospectivo del MFMP-2019 postula (nuevamente) que el país, en simple “piloto automático”, estará en capacidad de reducir la relación Deuda Pública Bruta/PIB desde sus actuales niveles del 50% hacia el 40% durante la próxima década. Ya veremos en el MFMP-2020 si esto por fin ocurrió. 

Gráfico 4. Deuda Bruta del Gobierno Nacional Central (% del PIB, 2016-2024)



Fuente: elaboración Anif con base en MHCP.

Premio a la Investigación en Políticas Públicas

“Luis Carlos Sarmiento Angulo - Anif”

Cuarta Edición 2019/2020



Temas:

- Mejoras en la calidad del gasto territorial-descentralizado
- Mejoras de la gestión del sector salud





¿El porqué de nuestra economía encajonada?

Por: Sergio Clavijo, Juan Sebastián Joya y Cindy Benedetti *

Tras la “década perdida” de los años ochenta, América Latina fincó sus esperanzas en Tratados de Libre Comercio (TLCs) que le permitieran elevar su comercio internacional y, como resultado de ello, acelerar su ingreso per cápita. Si bien el grueso de la región lleva más de una década de disfrute de dichos TLCs con el mundo desarrollado, infortunadamente dicha penetración del mercado internacional deja aún mucho que desear (con las notables excepciones de México y Chile).

En efecto, la relación (Exportaciones + Importaciones)/PIB de América Latina bordea actualmente el 41% frente a cifras que superan el 80% en Asia. México es el único que se les acerca con valores del 78% en dicho índice de penetración del comercio internacional, mientras que Chile llega al 56%. Pero en los casos de Colombia esos valores son tan bajos

* Director, jefe de investigaciones macro-fiscales e investigadora económica, respectivamente. E-mail: sclavijo@anif.com.co

¿EL PORQUÉ DE NUESTRA ECONOMÍA ENCAJONADA?

como un 35% y en Brasil es solo del 24%, mostrando avances pobres de no más de +10pp respecto de los años ochenta (en ambos casos). En general, América Latina continúa muy rezagada frente a la dinámica comercial de Asia.

Este rezago comercial a nivel global se refleja en la lentitud con que crece el PIB-real per cápita de América Latina, habiendo promediado tan solo un 1.6% anual durante 1967-2017. En cambio, China e India lo han venido haciendo a ritmos del 5.5% real anual y los “nuevos tigres” (Indonesia, Malasia y Tailandia) han logrado acercárseles a ritmos del 4% real anual. Colombia supera solo marginalmente la media de la región al registrar expansiones del 2.2% real anual. El problema es que, de continuar a este ritmo, nos estará tomando otros 32 años duplicar el ingreso per cápita que actualmente bordea los US\$6.500 (sabiendo que somos 48 millones de habitantes), mientras que China lo ha venido duplicando cada década.

Este pobre desempeño regional en materia de comercio internacional y en crecimiento del PIB per cápita amerita, una vez más, insistir en la importancia de acelerar la dotación de infraestructura en Colombia. Sin ella será imposible generar las cadenas de valor exportador (*clusters*) o el multimodalismo en transporte que habría de permitirnos diversificar nuestra canasta exportadora (todavía anclada en un 70% en *commodities* minero-energéticos).

Como veremos, buena parte de nuestras limitaciones ha tenido que ver con la difícil topografía



Fuente: elaboración Anif.

que enfrentamos, a pesar de estar ubicados en “la mejor esquina de América del Sur”. Hemos avanzado en la dotación de puertos competitivos en la Costa Atlántica, pero la Costa Pacífica muestra rezagos notorios (con problemas de acceso a puertos y requerimientos permanentes de dragado). Más aún, la conexión terrestre entre el centro del país y la Costa Atlántica (a 1.000km de distancia) o la Costa Pacífica (500km, pero pasando dos cordilleras con alturas de 2.500m) continúa representando grandes sobrecostos a la hora de pensar en exportar manufacturas desde el

centro del país (región que genera niveles superiores al 50% del PIB nacional), ver gráfico 1.

Geografía e instituciones

La era “moderna” del desarrollo mundial siempre ha postulado que la ubicación geográfica cercana a los mares resulta clave a la hora de promover el comercio transoceánico y la innovación naviera. Desde el imperio persa, pasando por el romano y llegando al Siglo de Oro español-lusitano, ha sido evidente

la importancia de los puertos en el comercio internacional.

Fue la osadía, por ejemplo, del portugués Magallanes la que permitió conquistar “las especias” (condimentos) en las islas del Asia-Pacífico. Para lograrlo, ideó circunvalar el globo terráqueo por el estrecho que lleva su nombre en la Patagonia de Argentina y Chile, llegándoles por ese otro camino a las Islas Molucas, cerca de Filipinas (donde pagaría con su vida al enfrentarse con los nativos de la zona).

Pero ni Colón ni Magallanes fueron los primeros en aventurarse por la hoy América, pues se sabe ahora que Zheng-He, partiendo desde China, había hecho algo similar en los años 1300-1400. Sin embargo, el imperio chino de la época decidió prohibir la exploración del mundo, a pesar de tener navíos de gran tamaño, habiendo inventado ellos el conjunto de velas-trianguulares que permitían desplazamientos intercontinentales.

El Premio Nobel de Economía Arthur Lewis (galardonado en el año 1979, único de color en el área de las ciencias), argumentaba que la posición geográfica era crucial. Esto no solo por el tema comercial (antes señalado), sino porque aquellos pueblos ubicados en zonas diferentes a las del trópico tuvieron que innovar para sobrevivir los drásticos cambios climáticos resultantes de las estaciones, particularmente durante los prolongados meses de invierno, ver Tignor (2006) en http://anif.co/sites/default/files/tignor_0.pdf

Sin embargo, los politólogos modernos ahora le dan excesiva preponderancia al tema “institucional”

respecto de la importancia geográfica y cultural, lo cual ha generado un gran debate al interior de las ciencias sociales, incluyendo la economía. Anif no encuentra mayor validez en la hipótesis de que “las instituciones mandan” sobre el resto de los factores geográficos o culturales, pero no es este el lugar para entrar en los detalles de este apasionante debate.

Respecto al fracaso en el comercio internacional de Colombia (arriba ilustrado), caben al menos tres hipótesis, tal vez complementarias: i) elevados impuestos corporativos; ii) inseguridad jurídica; y iii) el llamado “Costo Colombia”, referido a la pérdida de competitividad que implican los sobrecostos laborales, energéticos y de transporte, ver *Comentario Económico del Día* 4 de octubre de 2018.

Frente a la primera hipótesis, Anif ha venido argumentando que la totalidad de la carga tributaria sobre las grandes firmas ha venido cayendo del 60% hacia el 46% sobre las utilidades durante la última década, ubicándose cerca del promedio del 45% que se observa en la OCDE. Sobre el tema de inseguridad jurídica, existe consenso sobre su agravamiento durante la última década, afectando particularmente los sectores de energía-minería e infraestructura. Y, sobre el Costo Colombia, las mediciones más recientes nos indican que todavía continuamos rezagados frente a países pares como México o Chile (ver *Informe Semanal* No. 1429 de septiembre de 2018).

Independientemente de las ponderaciones que gobernantes y empresarios les quieran asignar a los problemas antes señalados, la canasta exportadora del país continúa

“Respecto al fracaso en el comercio internacional de Colombia (arriba ilustrado), caben al menos tres hipótesis, tal vez complementarias: i) elevados impuestos corporativos; ii) inseguridad jurídica; y iii) el llamado “Costo Colombia”, referido a la pérdida de competitividad que implican los sobrecostos laborales, energéticos y de transporte.”

concentrada en *commodities* en un 70%. Además, dado el revés en los términos de intercambio del período 2014-2017, se ha producido una lenta modernización del aparato productivo, por cuenta de la contracción en importaciones de bienes de capital, la cual parecería estar repuntando en 2019.

Revisando las limitaciones geográficas de Colombia

Los observadores del exterior se preguntan cómo puede ocurrir esto en un país que tiene 1.800km de costas sobre el Atlántico y otros 1.500km de costas sobre el Pacífico. Más aún, Barranquilla está a 2:50 horas de vuelo de Miami. En general, Colombia se tipifica como “la mejor esquina de América del Sur” (ver gráfico 2), lo cual ha dado para concluir (algo superficialmente) que el factor geográfico no ha sido obstáculo a la diversificación exportadora.

Y, efectivamente, se encuentran otros factores institucionales que han afectado nuestro desarrollo. Por ejemplo, se argumenta que la Rama Judicial es inoperante y legalista, siendo caracterizada recientemente como “kafkiana”. No es para nada claro si en Colombia las instituciones al final suman o restan a la hora de explicar nuestro mediocre desarrollo socioeconómico.

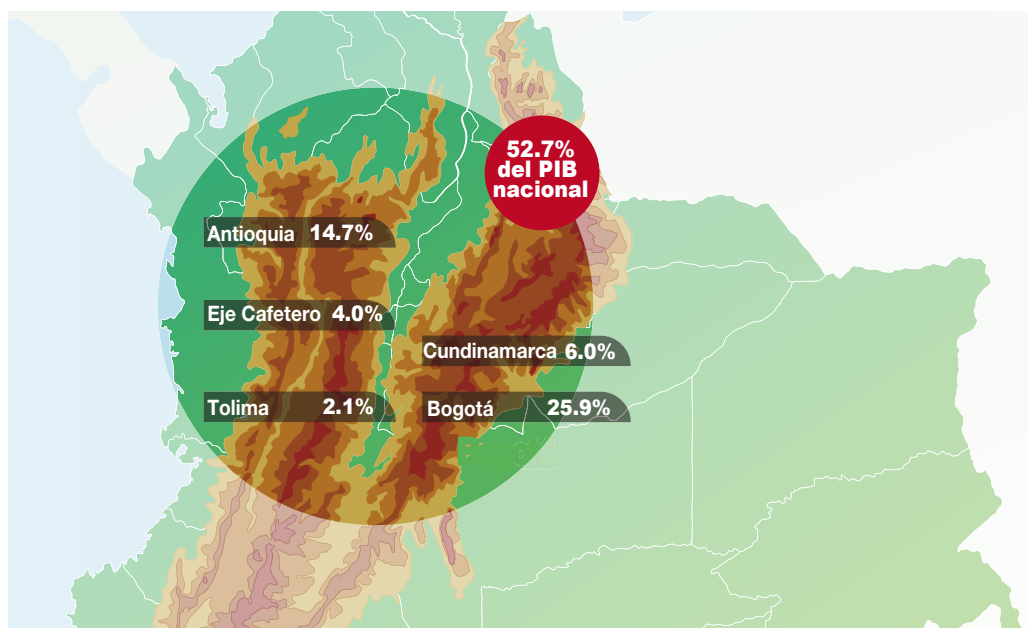
Volviendo al tema geográfico, también resulta válido argumentar que esos kilómetros de costas podrían llegar a sumar, pero que las abultadas cordilleras han ganado la partida y ellas nos mantienen como un “país-geográficamente-atrapado” (lo que se conoce como

Gráfico 2. “La mejor esquina de América del Sur”



Fuente: elaboración Anif con base en Dane.

Gráfico 3. PIB-real zona centro de Colombia (% del PIB; 2018)



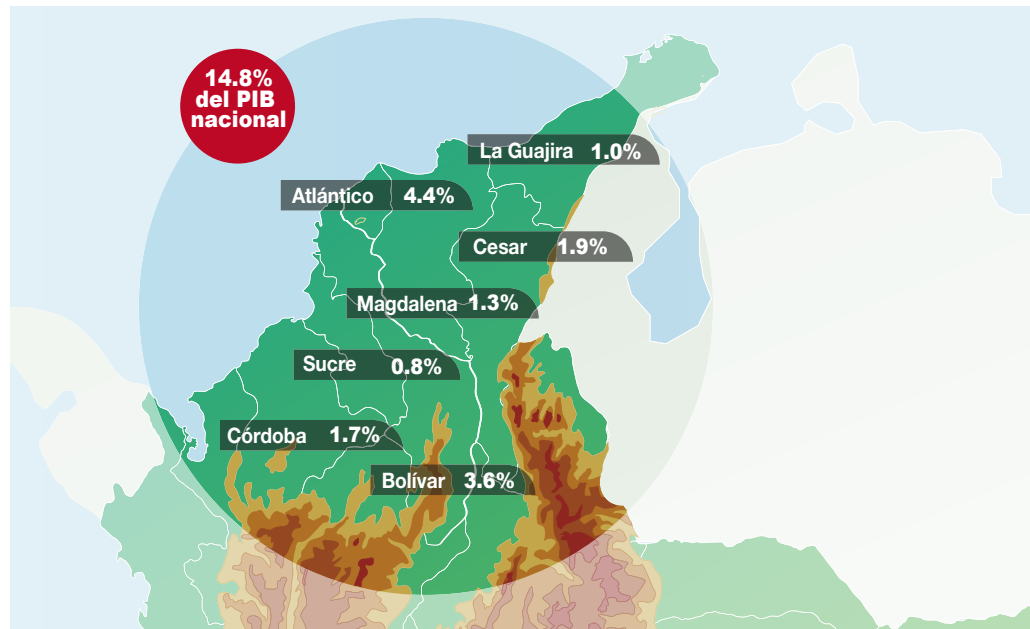
Fuente: elaboración Anif con base en Dane.

un *land-locked-economy*, tipo Bolivia). El gráfico 3 ilustra cómo, efectivamente, cerca del 53% de nuestro PIB se genera en la zona centro del país, dificultando las exportaciones desde allí. También debemos explicar cómo es posible que, aun cerca de las zonas costeras, se tenga tan poco valor agregado como un 15% del PIB en la zona Atlántica y un 13% del PIB en la zona Pacífica (ver gráficos 4 y 5).

Así, la conclusión es que Colombia representa una “economía encajonada”, donde el 53% de nuestra producción está a 1.000km del puerto más cercano al norte y a unos 500km del puerto más cercano hacia el occidente (además teniendo que remontar dos veces 2.500m de altura en cordilleras). Sigue siendo cierto que Colombia es una especie de “Nepal en América del Sur”, donde los costos de los fletes duplican aquellos observados en Chile o Perú.

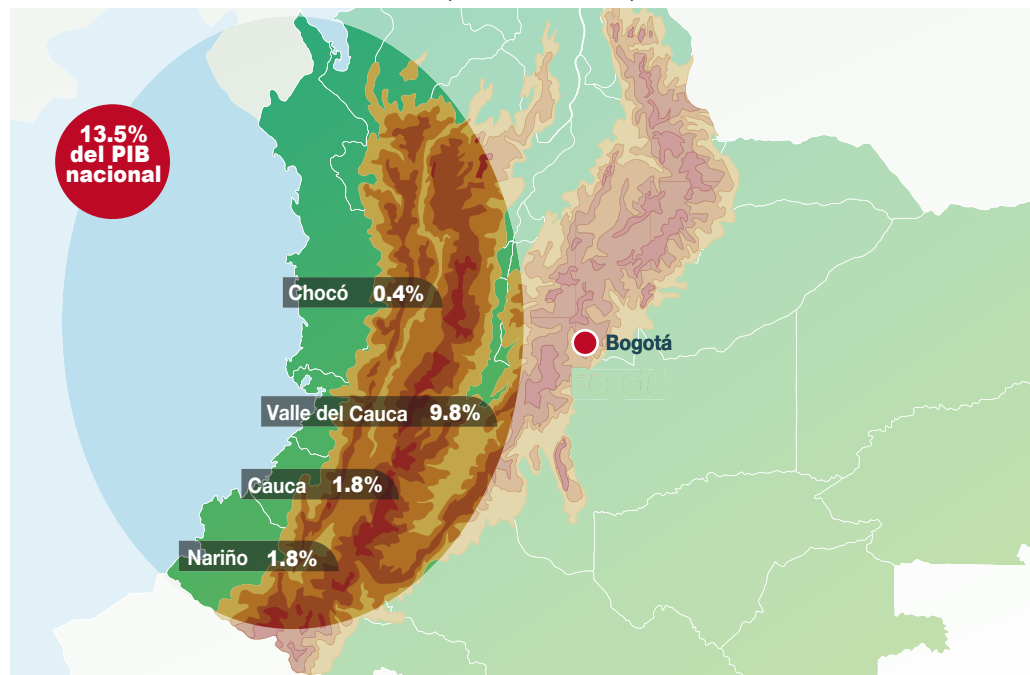
En síntesis, en el “encajonamiento comercial” de Colombia juegan muchos factores geográficos, culturales, institucionales, los cuales se reflejan en ese elevado Costo Colombia. Con frecuencia se concluye que es un problema de aranceles y de “actitudes rentistas”, pero bien valdría la pena volver a profundizar sobre nuestra problemática de infraestructura. Si el diagnóstico no está claro, las soluciones a la apertura comercial nos seguirán siendo esquivas, no importa si ya hemos completado siete años de TLC con Estados Unidos y otros seis con Europa. 

Gráfico 4. Costa Atlántica sin cadenas productivas (% del PIB; 2018)



Fuente: elaboración Anif con base en Dane.

Gráfico 5. Costa Pacífica sin cadenas productivas (% del PIB; 2018)



Fuente: elaboración Anif con base en Dane.

Desafíos y lecciones que nos deja 4G



Por: Carlo Bongiani y Laura María Botero *

Mucho se ha hablado sobre el Programa de Concesiones viales 4G y su impacto sobre la economía y la competitividad del país. Es hasta el momento el más ambicioso programa de mejoramiento y construcción de carreteras implementado en la historia de Colombia, mediante el cual se propuso dar el gran salto en materia de infraestructura, con inversiones cercanas a los \$60 billones, y la intervención de más de 4.715 km, con todo tipo de grandes obras como viaductos, túneles, puentes e intercambiadores. Con este programa se pretende hacerle frente a la accidentada topografía del país y acercar los centros de producción a los nodos de intercambio comercial.

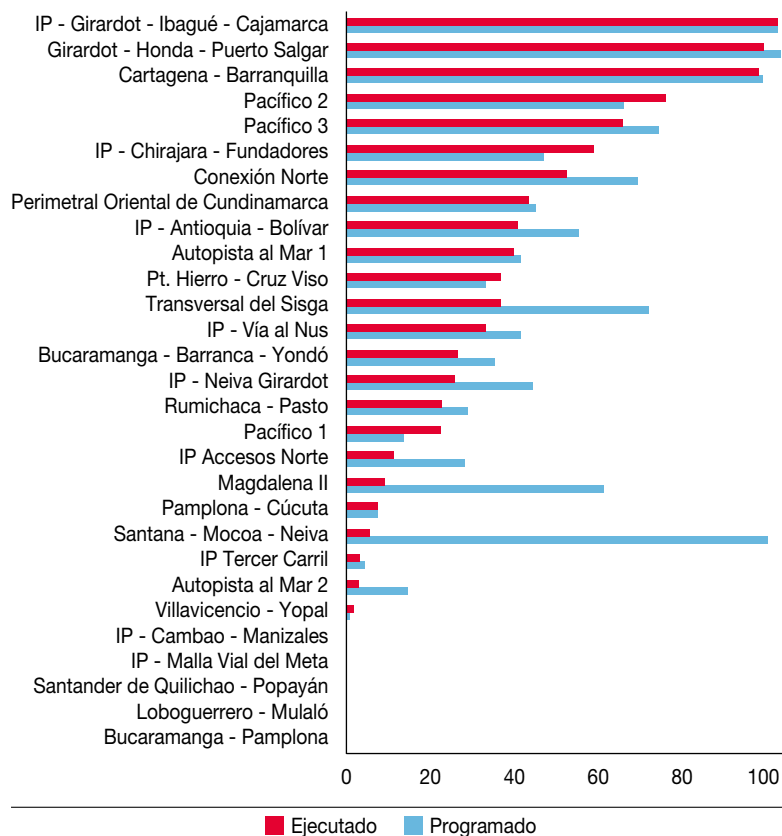


En primera medida, hay que decir que la implementación del Programa 4G ha sido exitosa, no solo en términos de obras en marcha con 3 proyectos que alcanzan ejecuciones de más del 95%, 10 con avances superiores al 30%, otros 8 proyectos que empiezan a ganar dinamismo y tienen ejecuciones que van del 5% al 25%, 3 proyectos en fase de alistamiento con algún avance menor, y solo 5 proyectos cuya etapa de construcción aún no ha iniciado.

El Programa 4G también ha sido exitoso en términos de cierres financieros, pues comparada con las principales economías latinoamericanas, Colombia lidera el *ranking* de inversiones en vías con más de US\$8.200 millones invertidos en el lapso de 3 años (2016 – 2018) y 17 cierres financieros alcanzados. Al país le siguen México y Brasil, con 12 y 3 proyectos que lograron cierre financiero, e inversiones por US\$1.600 y US\$500 millones, respectivamente.

* Vicepresidente de Financiación e Inversión y Directora de Financiación de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), e-mail: cbongianni@fdn.com.co

**Gráfico 1. Avance de obra Proyectos 4G
(%, junio 15 de 2019)**



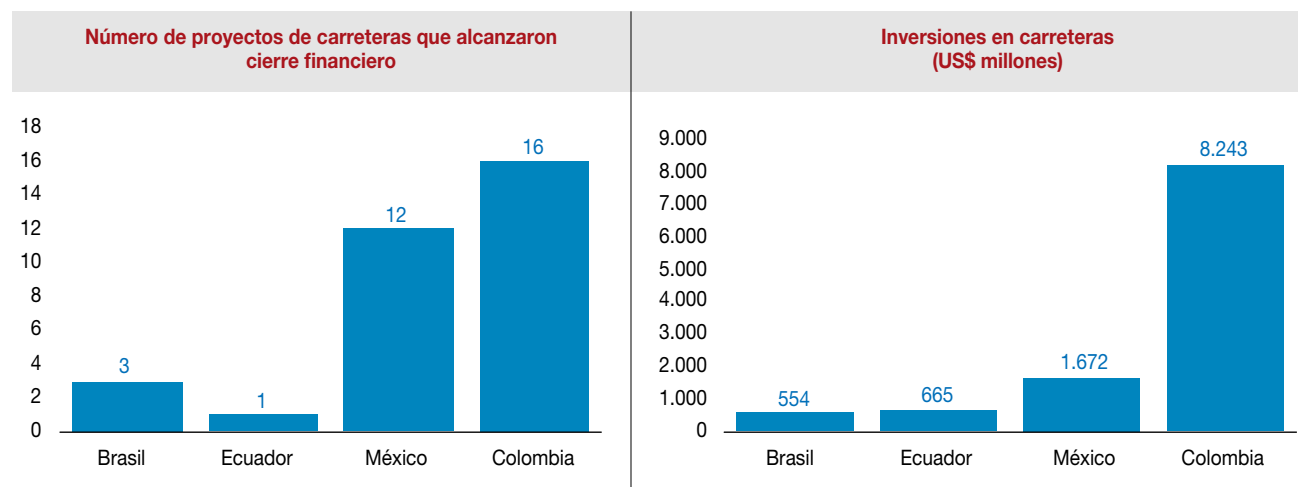
Fuente: FDN con datos de <https://gpi.mintransporte.gov.co/menuReports/list>.

Con cada etapa de la puesta en marcha del programa, como país hemos afrontado un sinnúmero de desafíos que bien vale la pena recordar y reconocer:

Para empezar, en 2014 y 2015, el mayor reto era la adjudicación de una gran cantidad de proyectos en un mercado relativamente concentrado de constructoras, con lo cual se vio lo imperioso de atraer *sponsors* internacionales.

En el año 2016, ya con los proyectos adjudicados, el reto inaplazable del momento era lograr los primeros cierres financieros, bajo un contrato de concesión nuevo, con requerimientos considerables de recursos de deuda y estándares de financiación que no se habían experimentado en el país, poniendo en la mesa a los concesionarios, financiadores (internacionales y locales, entre ellos la FDN), aseguradoras, sociedades fiduciarias, asesores financieros, técnicos y legales, entre otros, a discutir un extenso y complejo entramado de contratos y acuerdos que constituyen la documentación típica de un cierre financiero bajo un esquema de *Project Finance*.

**Gráfico 2. Número de cierres financieros alcanzados en carreteras e inversiones
(2016 - 2018)**



Fuente: FDN con datos de <https://ppi.worldbank.org/en/ppi>.

En 2017, el apremio vino por cuenta del coletazo del escándalo de Odebrecht y sus consecuencias sobre el apetito de los financiadores locales por continuar apoyando los cierres financieros, que a esa fecha apenas completaban 8 proyectos. Fue necesario, además del acuerdo financiero, el compromiso del Gobierno Nacional de impulsar la modificación de la Ley de Infraestructura para salvaguardar los intereses de terceros de buena fe en casos de terminación anticipada por declaración de nulidad. Este punto ha vuelto a causar revuelo con el pronunciamiento hecho por el Tribunal de Arbitramento que declaró nulo el contrato de concesión de Ruta del Sol II y sus adiciones, cuyos efectos en el apetito de los financiadores están aún por verse.

Finalmente, en lo corrido de 2018 y 2019, el quehacer ha sido la búsqueda de financiadores que participen en el cierre financiero de los 8 proyec-

tos que tienen mayor probabilidad de firmar sus acuerdos de financiación, para llegar a 25 cierres financieros definitivos, mientras que, desde el lado institucional, el Ministerio de Transporte y la ANI trabajan en sacar adelante los 5 proyectos restantes que enfrentan retrasos materiales y problemas reputacionales.

Estos años de experiencia en el desarrollo del Programa 4G nos permiten hoy rescatar algunas lecciones aprendidas y detectar oportunidades para las próximas concesiones de carreteras y para sectores diferentes al de transporte, puesto que la brecha de infraestructura aún está lejos de superarse, y es necesario adelantar inversiones de forma más eficiente aprovechando la curva de aprendizaje ya realizada.

Frecuentemente, al interior de la FDN reflexionamos sobre estos temas. Las oportunidades de aprendi-

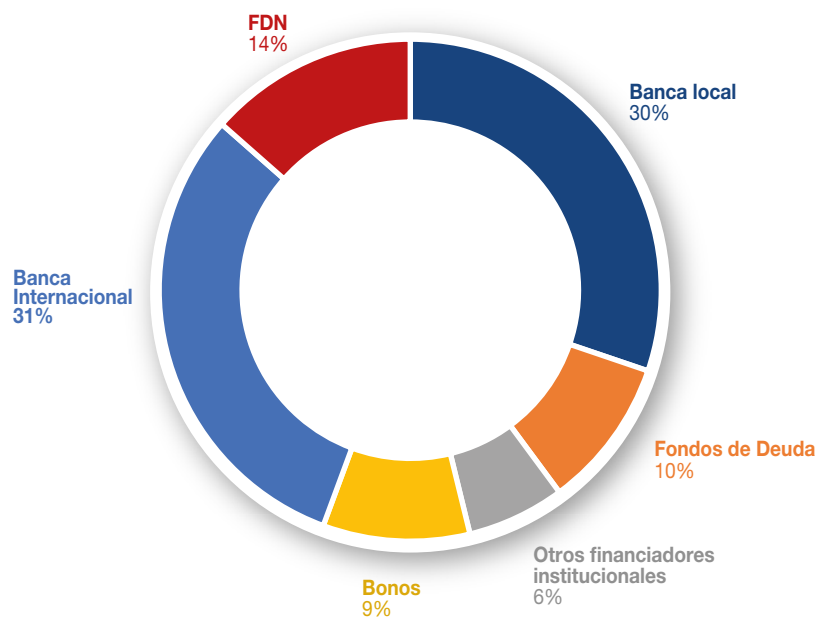
zaje y mejora que listamos a continuación son apenas algunos de los aspectos que discutimos de manera interdisciplinaria con nuestros equipos y a nivel ampliado con nuestros aliados clave:

1. Institucionalidad técnica, creíble e independiente

Durante el período 2002-2018 se lanzaron programas de infraestructura de gran envergadura –siendo 4G el más significativo–, los cuales requirieron de un marco de instituciones nuevas (o renovadas), cuya función principal fuera la ejecución misma de los proyectos, dejando así la tarea de formulación de políticas públicas a los ministerios de cada ramo, en línea con la estructura de repartición de roles y funciones entre sector público y privado que comúnmente se encuentra en países europeos, Canadá y Estados Unidos.

Para el caso del Programa 4G, se creó la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), responsable de todas las concesiones viales de nivel nacional. Para el trámite y aprobación de permisos ambientales, se instituyó la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA), y para viabilizar los cierres financieros de los proyectos se transformó la FEN en la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN). Estas nuevas instituciones han venido realizando un gran esfuerzo por conformar un equipo humano de altas calidades técnicas y profesionales, diseñar procesos razonablemente eficientes, asegurar la licitación,

Gráfico 3. Fuentes de financiación 4G
(17 cierres financieros - \$26.2 billones)



Fuente: FDN.

financiación, construcción y monitoreo de una cartera de proyectos sin precedentes en la historia del país.

Contar con estas instituciones ha probado ser un factor de éxito para sacar adelante los proyectos, puesto que los inversionistas serios, los únicos deseables para este tipo de programas, más allá de un proyecto rentable lo que buscan en sus contrapartes del sector público son socios de buen nivel técnico, capaces de solventar en tiempos razonables los requerimientos en función de los hallazgos específicos de cada proyecto, cuyo equipo permanezca convenientemente en el tiempo y que actúen dentro de un marco normativo claro, equilibrado y estable.

En 2018, la OECD adelantó una encuesta sobre capacidades institucionales para acelerar el desarrollo y financiación de infraestructura en países de Asia Pacífico. En materia de institucionalidad, este documento destaca la creación de agencias independientes, especializadas en la gestión de infraestructura, como una propuesta efectiva para construir una cartera de proyectos viable y agregar valor a la sociedad en la provisión de infraestructura y sus servicios. En este sentido, Colombia tomó pasos en la dirección correcta, y la entrada del gobierno Duque hace poco más de un año probó ser una oportunidad de oro para demostrar a los inversionistas la continuidad del liderazgo con ocasión de cambios de gobierno. Se destaca el empeño del actual gobierno por fortalecer la gestión de estas

“Estos años de experiencia en el desarrollo del Programa 4G nos permiten hoy rescatar algunas lecciones aprendidas y detectar oportunidades para las próximas concesiones de carreteras y para sectores diferentes al de transporte, puesto que la brecha de infraestructura aún está lejos de superarse, y es necesario adelantar inversiones de forma más eficiente aprovechando la curva de aprendizaje ya realizada.”

entidades para hacer frente a los desafíos del programa en curso y de los proyectos en proceso de maduración, para continuar –y mejorar– la tracción observada en los últimos años.

2. La adjudicación es apenas el inicio, la gestión contractual es el corazón del Programa

El desarrollo de infraestructura es un esfuerzo de largo aliento, en el cual se invierten años en la preparación y licitación de los proyectos, y aunque suscribir los contratos de concesión pareciera ser una meta de llegada, en realidad es apenas la marca de salida.

La gestión contractual ha exigido de la ANI el fortalecimiento de equipos interdisciplinarios (técnicos, legales, financieros, prediales y socioambientales), con dedicación exclusiva al seguimiento de cada una de las concesiones. Y es que no se trata únicamente de procesar reportes y estadísticas. Todos los días estos equipos se enfrentan a decisiones con impactos considerables sobre los proyectos,

eventos típicos en estas obras, pero también eventos de fuerza mayor, así como modificaciones contractuales que, dado lo extenso de los documentos de la concesión, requieren revisarse con cuidado para no afectar otras disposiciones y partes relacionadas.

Son diversas las tensiones que se presentan en el desarrollo de los proyectos, según la etapa en la que se encuentren, puesto que adicional a la ANI como propietaria del Proyecto, y el adjudicatario de la concesión, confluyen un sinnúmero de entidades que complejizan la interacción y la obtención de acuerdos para poder llevar a cabo las obras. Un reto grande de aprendizaje de trabajo en equipo, humildad y capacidad de lograr un objetivo común y compartido entre sector público y privado que, hasta hoy, no había sido la forma tradicional de implementar infraestructura en Colombia. Este es sin duda un gran aprendizaje y debe ser valorado, promoviendo –entre otras acciones– el entrenamiento y formación de equipos capaces de liderar y coordinar a los terceros que intervienen en los proyectos, a

fin de destrabar los obstáculos, minimizar sobrecostos y evitar mayores plazos de ejecución.

El esfuerzo de coordinación se recoge en ejemplos como la Directiva Presidencial 10 de 2013, que establecía una guía para la realización de consultas previas con un protocolo de coordinación interna entre las entidades públicas involucradas. Luego se intentó recoger esta experiencia en la Ley de Infraestructura, aplicada a gestión predial y licenciamiento ambiental, dejando pendiente precisamente la “estandarización” del proceso de consultas previas.

La experiencia institucional ganada por la ANI es notoria. Para algunas situaciones comunes a todas las concesiones se han adoptado procedimientos e instancias de resolución de conflictos como el “amigable componedor” y los Tribunales de Arbitramento, que han funcionado con relativa eficiencia en dirimir diferencias. Es claro que todavía quedan temas gruesos por resolver, como el mecanismo para ampliar los plazos a proyectos con retrasos significativos, la cesión de los proyectos cuyos *sponsors* tienen problemas reputacionales, la expropiación efectiva de predios para obras de interés nacional, la definición de trazados alternativos por existencia de redes y los tiempos necesarios para expedir licencias ambientales, así como la reubicación de casetas de peaje, entre otras, pero la intención de resolver esto por parte de la misma ANI y el

Ministerio de Transporte ha sido inequívoca.

Es necesario apoyar a la ANI en afianzar un modelo de gestión de las concesiones que sea eficiente, flexible y rentable. Para ello se requiere información actualizada y precisa, soporte tecnológico, canales de comunicación abierta con entidades del gobierno a nivel

nacional y subnacional, un equipo multidisciplinario de buen nivel y un marco de actuación acorde con el esquema de asociación celebrado con los privados por plazos que superen los veinte años, en el cual los funcionarios no temen ser sancionados o poner en riesgo su patrimonio personal por tomar decisiones en beneficio de los proyectos.



3. Una mayor maduración en la etapa de estructuración mejora la ejecución

Para sacar a licitación los proyectos 4G, la ANI realizó un esfuerzo importante en asocio con firmas técnicas, financieras y legales de gran experiencia en carreteras a nivel nacional e internacional, y se consideró que la información aportada para conocimiento de los interesados era adecuada y suficiente, con estudios de in-

geniería básica, en la denominada fase II o de factibilidad, lo cual permitía determinar el alcance de las obras y delimitar los riesgos asociados a estas.

No obstante, se han evidenciado retrasos en las obras causados principalmente por: adquisición predial, alcance de los trámites de licenciamiento ambiental, presencia de ecosistemas o recursos protegidos, trámites de consulta previa, y uno que ha cobrado especial fuerza, hallazgos arqueológicos.

Hay que destacar que el Contrato Estándar tiene herramientas que permiten afrontar la solución de estos cuellos de botella, pero estos temas no dependen exclusivamente de la ANI, sino de interacciones obligatorias con autoridades de todo tipo: nacionales, regionales, municipales, trámites que demandan tiempo valioso y que pueden generar ineficiencias que resultan costosas para los proyectos. Cabe resaltar, en particular, la fragmentación de la consecución de licencias y permisos ambientales entre la ANLA y las corporaciones ambientales regionales (CAR). Es deseable que los proyectos de interés nacional puedan adelantar los trámites ambientales únicamente ante la ANLA.

La expedición de la Ley de Infraestructura a finales de 2013 estableció que para los proyectos del sector transporte, las entidades deberán abrir los procesos de selección si tienen estudios en Etapa de Factibilidad *como mínimo*, y contando con *“la viabilidad de una alternativa del proyecto aprobada por parte de la autoridad ambiental competente con base en estudios de prefactibilidad, haber culminado los Estudios de Factibilidad y haber concluido el proceso de consulta previa con la respectiva comunidad hasta su protocolización, si procede la misma”*¹, con lo cual se esperaría que este punto sea mejorado en futuros proyectos. Sin embargo, esta medida no es obligatoria para los demás sectores, los cuales deberían incorporarlo como

buena práctica, a sabiendas de que un poco de inversión y tiempo durante la planeación representa grandes ahorros en la ejecución.

4. La transferencia y asignación de riesgos

La doctrina dicta que el riesgo debe ser asignado a la parte que esté en mejor capacidad para administrarlo. Pese a que, para los proyectos 4G, la asignación y la transferencia de los riesgos parecieran claras en los contratos, la realidad es más compleja, pues un riesgo se materializa gracias a la concurrencia de múltiples causas, con lo cual ambas partes terminan asumiendo sus efectos.

Al corte de agosto de 2019, la FDN participa como financiador de 11 proyectos de los 17 que cuentan con cierre financiero definitivo, lo cual nos ha permitido tener un conocimiento cercano de la evolución de los riesgos, encontrando que la adquisición predial, el licenciamiento ambiental, la instalación de peajes, el crecimiento del tráfico, y los hallazgos arqueológicos son los que mayores desafíos representan para ambas partes.

Desde el punto de vista predial, no son pocos los proyectos que iniciaron con una estimación de número de predios por adquirir, la cual se ha visto multiplicada significativamente durante la ejecución. En condiciones normales, el predio que no puede adquirirse de manera acordada con su

propietario debe pasar a expropiación, cuyo procedimiento administrativo (cualquiera que sea su extensión) puede resultar en demoras. Vale la pena recordar las recomendaciones de la Comisión de Infraestructura, en el sentido de que la gestión predial debe permanecer en cabeza del socio público. Nos referimos antes a “condiciones normales”, ya que no debemos olvidar que el problema de despojo de tierras en Colombia es de gran magnitud y es necesario que el Estado encuentre una manera expedita de solucionar la situación de predios en proceso de reclamación que son necesarios para la ampliación o construcción de una vía.

Ahora bien, respecto a la instalación de nuevas casetas de peajes o la reubicación de las ya existentes, hemos registrado en algunos proyectos la negativa de las comunidades, incluso hasta el punto de atentar contra las casetas. La compensación que le corresponde a la ANI genera inquietudes entre los financiadores respecto de la capacidad del Fondo de Contingencias para hacer frente a este riesgo. Es necesario definir normas claras y plazos perentorios para asegurar que el Ministerio del Interior (o la entidad que haga sus veces), sin lugar a recursos de reposición, pueda decretar sin duda alguna la existencia o no de comunidades a lo largo de las vías de interés nacional.

¹ Art.39 Ley 1682 de 2013.

Desde el punto de vista de licenciamiento ambiental, debe reconocerse el esfuerzo por hacer de la ANLA una entidad moderna, que adoptó protocolos y procedimientos confiables, mejorando de manera importante sus tiempos de respuesta. Mencionamos antes que la forzosa vinculación de las CAR en estos trámites origina incertidumbre no solo con relación a las exigencias, sino a los plazos para su pronunciamiento.

En cuanto a las proyecciones de tráfico con las cuales se aprobó la financiación de los proyectos, estas fueron atadas a una expectativa de mayor crecimiento económico del país, y hoy estamos viendo volúmenes de vehículos que distan de esas estimaciones. Para el caso de las iniciativas con desembolso de recursos públicos, las diferencias de recaudo son cubiertas por la ANI en los años 8, 13 y 18, pero los concesionarios afrontan problemas de liquidez en el ínterin. La FDN creó un producto de liquidez que permite solventar este riesgo, pero no todos los proyectos cuentan con esta línea en su cierre financiero. En adición permanece en los financiadores internacionales incertidumbre en relación con los plazos de los pagos ANI que deberán efectuarse con fondeo del Fondo de Contingencia del presupuesto de la Nación, que puede ser hasta de 540 días.

Finalmente, aunque la ANI ha reconocido en numerosas ocasiones la ocurrencia de eventos eximientes de responsabilidad (EER), la compensación ha

sido, en la mayoría de estos incidentes, la suspensión de las obligaciones del concesionario respecto del tramo afectado. En otras palabras, la compensación ha sido meramente de tiempo, pero la mayor permanencia en obras por estos EER tiene un costo que no ha sido adecuadamente valorado.

“Es necesario apoyar a la ANI en afianzar un modelo de gestión de concesiones eficiente, flexible y rentable. Ello requiere información actualizada-precisa, soporte tecnológico, canales de comunicación con el gobierno a nivel territorial-nacional y un equipo multidisciplinario de buen nivel.”



5. Las APPs son un matrimonio de tres

La Ley 1508 de 2012 de las APPs inicia definiendo las Asociaciones Público-Privadas como “un instrumento de vinculación de capital privado, que se materializan en un contrato entre una entidad estatal y una persona natural o jurídica de derecho privado”. La realidad es que la definición se queda corta, puesto que debería incluir también a los financiadores, cuya exposición en la construcción de cada iniciativa es, en la gran mayoría de las ocasiones, superior a la del conjunto de promotores de cada proyecto.

Una vez conseguido el cierre financiero de los proyectos, los financiadores –cualquiera sea su naturaleza– se hacen parte fundamental del contrato, y sus intereses, se espera, deben ser debidamente protegidos, dentro de los parámetros de riesgo aceptable de cada transacción.

De allí que las modificaciones de alcance de los proyectos o la variación en las condiciones del contrato deban pasar por el previo análisis de los financiadores, quienes evalúan los potenciales impactos en la capacidad del proyecto para repagar la deuda contraída. Esta relación de tres (la ANI como propietaria del proyecto, el concesionario como constructor y operador, y los financiadores) ha generado una dinámica, a nuestro parecer, positiva para el desarrollo de infraestructura. Hemos encon-

trado en la ANI una entidad de puertas abiertas a los financiadores, dispuesta a resolver inquietudes y a escuchar preocupaciones. En respuesta, los financiadores hemos constituido equipos especializados en el seguimiento de los proyectos, mediante los cuales exigimos cumplimiento de cronogramas, implementación de estándares técnicos, socioambientales, reputacionales y control de sobrecostos, mientras que los concesionarios, por su parte, balancean los intereses de unos y otros para asegurar que las obras se terminen, sean puestas en operación, permitiendo el flujo de retribución que repaga a los prestamistas y remunera a los inversionistas.

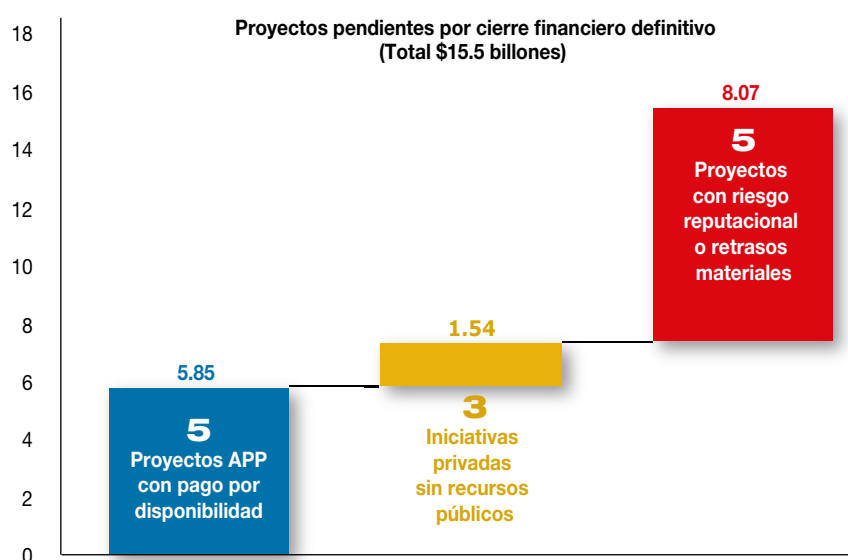
Esta relación de confianza y cuidado del proyecto por todas las partes es sana y construye capacidades que permiti-

rán la selección de mejores proyectos en el futuro, el fortalecimiento de los concesionarios, la potencial consolidación del mercado colombiano de construcción y el aumento de la competitividad.

Una reflexión final: los fondos disponibles para financiación de infraestructura no son escasos, pero sí son selectivos. El problema es la oferta de proyectos atractivos y bien estructurados, los cuales toman tiempo en su preparación. Colombia debe mantener el ritmo en la generación de portafolio de proyectos. Aunque las fuentes de pago pueden ser un desafío en épocas de estrechez fiscal, hay todavía numerosas alternativas para viabilizar los proyectos, pero se requiere un esfuerzo continuado de planeación y estructuración por parte de las agencias del

Estado y de los gobiernos subnacionales. No se debe olvidar que la identificación, selección, estructuración, licitación y adjudicación de un proyecto estratégico es un proceso que puede tomar más de 4 años. Luego de adjudicado, lograr su cierre financiero toma entre 12 y 24 meses, su construcción se realiza de 2 a 5 años y, finalmente, su etapa de operación tiene duraciones de 15 a 20 años. Por esta razón, la infraestructura debe ser de la Nación y sus ciudadanos, siendo deber de cualquier gobierno implementar juiciosamente los programas dejados por gobiernos precedentes, porque ya la Nación comprometió vigencias por 25 o 30 años para repagar esta infraestructura. Asimismo, es también su deber identificar, seleccionar, estructurar y licitar las iniciativas que puede no ver construir en su tiempo, pero que se cosecharán en mandatos siguientes gracias a la siembra que en el presente se realiza. 

Gráfico 4. Estimación de deuda para cierres financieros pendientes (\$ billones)



Fuente: FDN.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BID (2019), Informe macroeconómico de América Latina y El Caribe 2019.

OECD (2018), Capacity Building Package to Accelerate Infrastructure Development and Financing in APEC Economies.

Riesgos Macro-Financieros de la Dolarización

Resumen de Investigación realizada por Anif*
y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

Este documento busca identificar los riesgos macro-financieros derivados de la dolarización (parcial o total) que caracteriza a las economías de América Central, incluyendo Panamá y República Dominicana (CAPARD). Para ello, se construirá un Índice de Tensión Macro-financiera, capturando los principales indicadores-tensiones

propios de economías dolarizadas. En la mayoría de los casos, la adopción de la dolarización proviene de periodos de hiperinflación-crisis financieras derivados del mal manejo de la política económica. Ello los forzó a buscar el ancla nominal del dólar, pensando, además, que esto facilitaría su integración (comercial y de capitales) con Estados Unidos.

* La investigación completa se publicará al cierre de 2019. Las conclusiones del trabajo no necesariamente representan la opinión o visión de la Administración del FLAR, ni de su Junta Directiva.
E-mail: nvera@anif.com.co

Las ventajas conceptuales de un esquema de dolarización total provienen de: i) evitar las espirales inflacionarias y las maxi-devaluaciones, adoptando el dólar como “ancla nominal”; ii) mayor integración financiera-comercial con Estados Unidos, en algunos casos acarreando menores costos de financiamiento externo (vía menores primas de riesgo); iii) evitar los descalces cambiarios al interior del sistema financiero local, previniendo las crisis bancarias generadas por movimientos cambiarios abruptos; y iv) eliminar los ataques especulativos a la moneda local, en presencia de tasas de cambio fijas (estilo *currency boards*), los cuales generan graves costos financieros y de reservas internacionales.

No obstante, la dolarización total también implica sacrificios macroeconómicos (algo que parecen olvidar algunos analistas externos que ingenuamente opinan sobre Colombia desde la academia). El principal de ellos radica en renunciar al uso de la política monetaria-cambiaria contracíclica, debido a la conocida “trinidad imposible” (mantener la tasa de cambio fija, autonomía monetaria y libre movilidad de capitales), ver Calvo (2001). Ello es particularmente riesgoso cuando existen choques asimétricos entre el país “adoptante” y el país “ancla”, como lo evidencia la reciente experiencia de la periferia europea al interior de la unión monetaria del euro (agravada por la ausencia de uniones fiscales-bancarias).

Asimismo, la ausencia de una política monetaria-cambiaria independiente también tiene serias implicaciones sobre la función de prestamista de última instancia del Banco Central (o la institución que lo reemplace) en presencia de crisis-corridas bancarias. Bajo dicha situación es posible que las autoridades puedan proporcionar

apoyos de liquidez de corto plazo (vía reservas internacionales) mediante un instrumento análogo a la “ventanilla de descuento”. Sin embargo, los límites cuantitativos de esas reservas internacionales y la imposibilidad de imprimir dinero limitan la política monetaria autónoma. Por ejemplo, se carece de seguros de depósitos (tipo Fogafín o FDIC), teniendo que recurrir al *seniority* en casos de quiebra bancaria (como ocurre en Panamá).

Los argumentos teóricos se centran en comparar ventajas y desventajas de economías dolarizadas con economías no dolarizadas. Sin embargo, la mayor parte de economías de CAPARD son parcialmente dolarizadas. Al respecto, es clave mencionar la vulnerabilidad de estas economías que surge del descalce de monedas de agentes y firmas ante bruscos movimientos de la tasa de cambio.

Prospectivamente, se deberán monitorear los potenciales efectos macrofinancieros adversos derivados de la volatilidad financiera externa. En particular, se tienen riesgos de efectos compuestos negativos derivados de esquemas monetarios de dolarización: i) pérdida de competitividad en las exportaciones, dado el consabido fortalecimiento del dólar, del orden del 10% real durante 2015-2018, y con tendencia alcista; ii) mayores niveles de tasas de interés ante dicha mayor aversión al riesgo y refugios en activos seguros; y iii) potenciales *credit-crunches* en los sistemas financieros, dada la alta exposición externa de la región CAPARD. Allí el mismo FMI ha venido alertando sobre la importancia de monitorear el ciclo crediticio en dichas economías y el papel de prestamista puente que puede jugar en el futuro el FLAR en la región (ver FMI, 2019a).

“ La dolarización total implica sacrificios macroeconómicos (algo que parecen olvidar algunos analistas externos que ingenuamente opinan sobre Colombia desde la academia). El principal de ellos radica en renunciar al uso de la política monetaria-cambiaria contracíclica, debido a la conocida “trinidad imposible” (mantener la tasa de cambio fija, autonomía monetaria y libre movilidad de capitales). ”

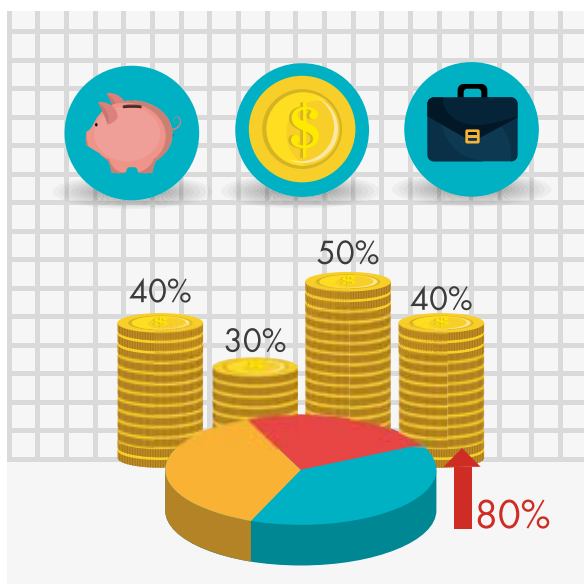
Construcción del Índice de Tensión Macro-Financiera (ITMF)

Con base en la caracterización macro-financiera de la región CAPARD, se construyó lo que hemos denominado un “Índice de Tensión Macro-Financiera” (ITMF), basado en variables macro-financieras clave (expansión del PIB-real, faltantes fiscales-externos, posición en moneda extranjera, descalces cambiarios en el sistema financiero, entre otras).

Dicha herramienta está compuesta por 9 indicadores macro-financieros, a saber: i) la brecha del Producto (relativa a su crecimiento potencial, medido por quinquenios); ii) la evolución (deltas o diferencias anuales) de los déficits fiscal y externo (cuenta corriente), con el fin de reflejar las implicaciones cambiarias y macro-financieras de los llamados déficits gemelos; iii) el *Assessing Reserve Adequacy-ARA*, incluyendo una métrica de la proporción adecuada de reservas internacionales, según lo establecido por el FMI (con ciertos ajustes para permitir una mayor gama de clasificación de esquemas monetarios); iv) el premio por ahorrar en moneda local (medido como un diferencial de tasas de interés entre el ahorro en moneda local y el ahorro en moneda extranjera); v) la brecha de inflación (respecto a sus valores de largo plazo); vi) la expansión real de la cartera crediticia (relativa al crecimiento del PIB-real), buscando capturar las amenazas de burbujas financieras; vii) la diferencia entre el grado de dolarización del

activo (cartera) y el pasivo (depósitos) bancario, con mayores tensiones ante un nivel de dolarización más elevado por el lado del activo (tratando de identificar los riesgos de los descalces cambiarios en el balance del sistema financiero); y viii) la calidad de la cartera crediticia, medida a través del indicador tradicional [cartera vencida (a 90 días)/cartera total].

Para medir el nivel de tensión macro-financiera y agregar los resultados en un indicador, cada variable recibe una calificación en el rango com-



prendido entre “0” (riesgo nulo) y “2” (máxima alarma), graduando cada rubro por umbrales. Para realizar dicha graduación se utilizaron dos metodologías: i) graduación de umbrales exógena, respondiendo a la intuición económica, la cual nos arroja un “ITMF simplificado”; y ii) graduación de umbrales endógena, replicando la metodología empleada por Reinhart y Rogoff (2009) en el cálculo de episodios de crisis económicas, la cual nos arroja un “ITMF calibrado” (ver detalles en documento completo).

Nuestros ejercicios de *back-testing* muestran que el ITMF logra replicar adecuadamente el grado de tensión macro-financiera de los países analizados durante el período 2005-2018. Allí se evidencian, en términos generales, los siguientes períodos: i) marcadas tensiones durante la crisis financiera de Lehman en 2007-2009, con desaceleraciones económicas hacia valores promedio del 3.6% anual en la región CAPARD (vs. 6.2% anual en 2005-2006); ii) relativa moderación macro-financiera durante 2010-2016 (con expansiones promedio del 4.8% anual), gracias a los esfuerzos por reducir los desequilibrios fiscales (vía mejoras en recaudo tributario y control del gasto público, aunque todavía se requiere avanzar en reformas tributarias estructurales) y el alivio a las cuentas externas proveniente de los menores precios del petróleo (tras la destorcida minero-energética, siendo la región CAPARD importador neto), junto con las mayores transferencias por remesas (particularmente desde Estados Unidos); y iii) nuevamente tensiones macro-financieras durante 2017-2018 (con crecimientos económicos promedio de solo el 3.9% anual), dada la turbulencia financiera internacional y la política de normalización monetaria del Fed.

Todos estos indicadores (tanto en la metodología simplificada como en la calibrada) confluyen en un índice cuyo puntaje máximo es 18 puntos para economías no-dolarizadas (todos los indicadores en alerta máxima de “2”) y el mínimo de 0 puntos (todos los indicadores en alerta mínima de “0”). En el caso de las economías dolarizadas, el puntaje máximo será 14 puntos (dada la no inclusión de

variables cambiarias) y el mínimo de 0 puntos.

Para facilitar la lectura del índice, hemos homologado el nivel máximo de tensión a 100 puntos. Adicionalmente, se han determinado los grados de riesgo según el valor del índice de la siguiente manera: i) niveles de 0-40, “riesgo bajo”; ii) 41-60, “riesgo moderado”; iii) 61-80, “riesgo moderado-alto”; y iv) 81-100, “riesgo elevado”.

El ITMF simplificado aplicado a economías seleccionadas de América Central

Panamá

El ITMF (bajo la metodología simplificada) captura adecuadamente los tres picos de tensión macrofinanciera observados en Panamá durante la última década (el primero en 2007-2008, el segundo en 2010-2011 y el tercero en 2014), ver gráfico 1.

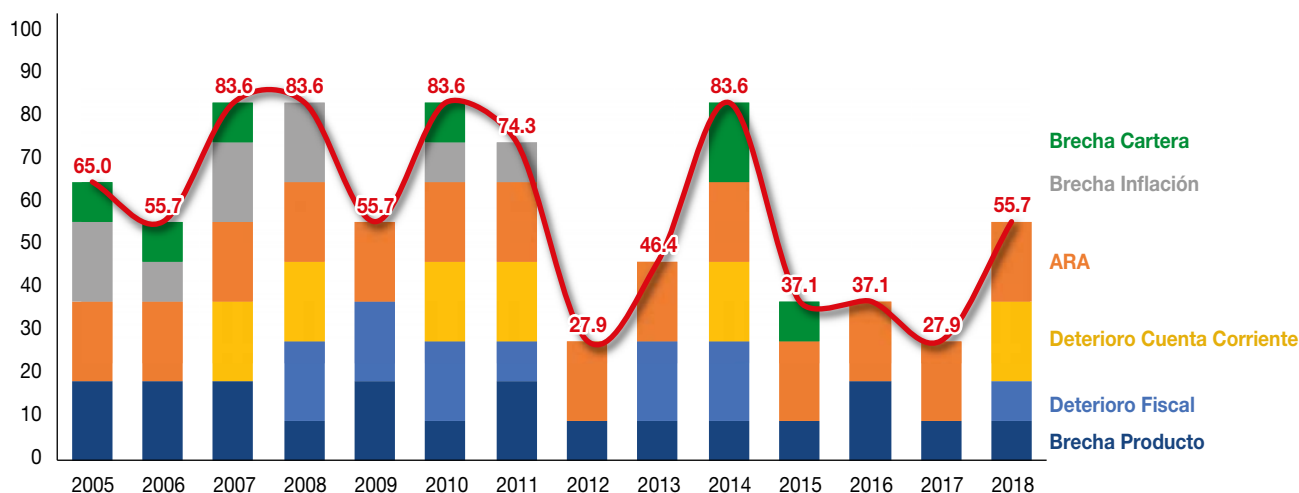
Allí se observa cómo las tensiones han estado más ligadas a recalentamientos en el sector real-monetario (brecha del Producto e inflación) que a sobre-expansiones crediticias (con excepción de lo observado en 2014-2015). En efecto, aunque la cartera registró favorables expansiones promedio del 7.6% real anual durante la última década, ello tan solo superó en cerca de 0.5pp el crecimiento del PIB-real del 7.1%.

El primer episodio de tensión macrofinanciera en Panamá abarcó el período del estallido de la crisis financiera internacional de Lehman, elevándose el ITMF (simplificado) desde el rango de “riesgo moderado” en 2006 hacia el rango de “riesgo elevado” durante 2007-2008. En el recrudecimiento de dichos riesgos pesaron: i) expansiones del PIB-real del 12.1% en 2007 y del 8.6% en 2008 (superando el potencial por quinquenios del 7.6% observado en ese entonces); ii) deterioros en su déficit de cuenta corriente hacia valores del -7% del PIB en 2007 y el -10.3% del PIB en 2008 (vs. niveles del -4% del PIB durante 2000-2005),

donde dicho deterioro externo obedeció principalmente a faltantes de ahorro privado (pues el déficit fiscal mostró incluso superávits del +3.1% del PIB en 2007 y del +0.4% del PIB en 2008); iii) los faltantes de reservas internacionales (históricamente bajas), con solo un 30% del nivel adecuado de reservas, de acuerdo con el ARA; iv) aceleración de la inflación a tasas promedio del 6.5% durante dicho período (vs. valores en el rango 1.5%-3.5% en años anteriores); y v) sobre-expansiones crediticias en 2007, creciendo la cartera a ritmos del 12.5% en 2007 (+0.4pp frente al PIB-real).

Al igual que lo ocurrido en la región, el estallido de la crisis de Lehman implicó ajustes en la economía panameña, haciendo reducir el ITMF (simplificado) hacia el techo del rango de “riesgo moderado” en 2009. Ello obedeció principalmente a correcciones en su déficit de cuenta corriente hacia valores del -0.8% del PIB en dicho año (vs. los mencionados picos del -10.3% del PIB de 2008) y a la moderación en su brecha de inflación.

Gráfico 1. Panamá: ITMF simplificado (0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de Panamá.

“La ausencia de una política monetaria-cambiaria independiente también tiene serias implicaciones sobre la función de prestamista de última instancia del Banco Central (o la institución que lo reemplace) en presencia de crisis corridas bancarias. Bajo dicha situación es posible que las autoridades puedan proporcionar apoyos de liquidez de corto plazo (vía reservas internacionales) mediante un instrumento análogo a la “ventanilla de descuento”. ”

El rápido rebote de la economía panameña pos-Lehman durante 2010-2011 hizo repuntar el ITMF (simplificado) nuevamente hacia la franja de “riesgo elevado” en 2010 y al techo del rango de “riesgo moderado-alto” en 2011. Allí se destacaron: i) las expansiones del PIB-real a tasas del 5.8%-11.8% en 2010-2011; ii) los deterioros en los déficits gemelos (fiscal-externo), llegando los faltantes fiscales al -1.7%-1.8% del PIB en 2010-2011 (vs. -0.9% del PIB en 2009) y los faltantes externos al -10.3%-12.6% del PIB en 2010-2011 (vs. -0.8% del PIB); iii) las bajas reservas internacionales, con solo el 20%-24% de su nivel “adecuado” en 2010-2011; iv) los brotes de inflación, llegando a niveles del 4.9%-6.3% en 2010-2011; y v) los sobre-calentamientos crediticios de 2010, donde la cartera registró expansiones del 6.4% (+0.7pp frente al PIB-real).

Posteriormente, en el período 2012-2013, el ITMF (simplificado) retornó a las franjas de “riesgo bajo” y “riesgo moderado”. Ello se debió a: i) una relativa moderación del crecimiento económico hacia expansiones del PIB-real del 9.2% en 2012 y el 6.6% en 2013, después de los recalentamientos del 11.8% de 2011; ii) la corrección en el déficit de cuenta corriente hacia el -9% y el -10% del PIB en 2012-2013 (vs. -12.6% del PIB en 2011); y iii) la convergencia de la inflación hacia niveles del 4.6% en 2012 y el 3.7% en 2013 (vs. 6.3% de 2011).

El tercer pico de tensión señalado por el ITMF (simplificado) ocurrió en 2014, elevándose el índice al rango de “riesgo elevado”. Allí se recrudecieron los riesgos referentes a: i) el deterioro de la cuenta corriente hacia déficits del -13.1% del PIB

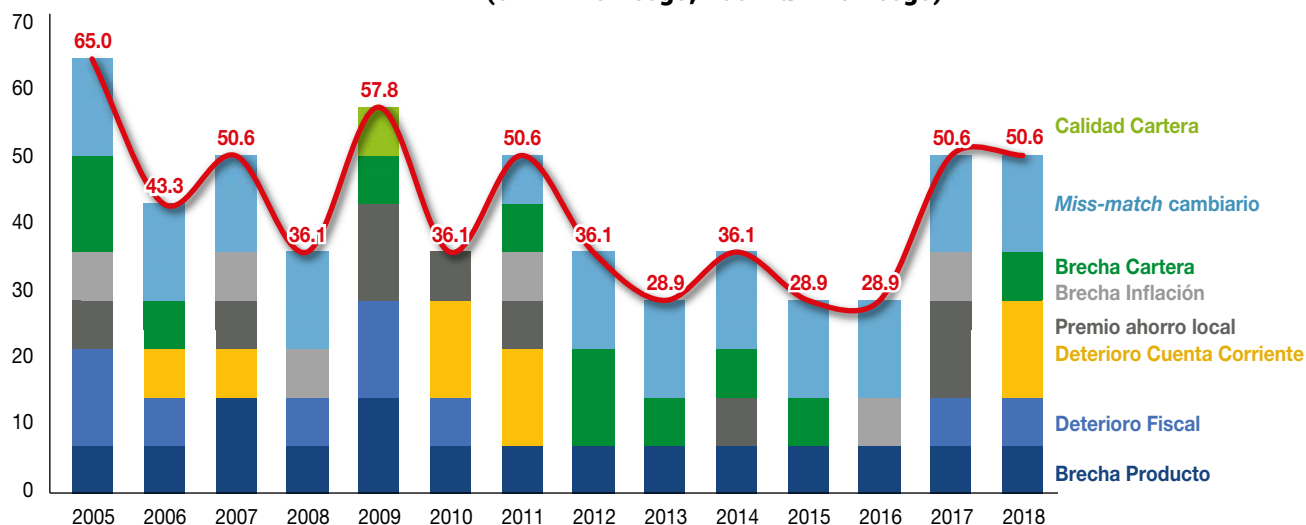
en 2014 (pese a venir de elevados niveles del -9.4% del PIB en 2013); y ii) las fuertes sobre-expansiones de la cartera crediticia, con crecimientos récord del +28.7% real anual en 2014 (+22.6pp frente al PIB-real).

En los años siguientes 2015-2017, el indicador mostró menores alertas de riesgos macro-financieros, ubicándose en el rango de “riesgo bajo”. Allí se lograron apaciguar las preocupaciones relacionadas con: i) las cuentas fiscales, reduciéndose el déficit hacia el -1.6% del PIB en 2017 (incluso registrando un superávit primario del +0.1% del PIB); y ii) las sobre-expansiones de la cartera crediticia, moderándose hacia crecimientos del 2.5%-3% real anual en 2015-2017 (tras el pico del 28.7% de 2014).

Para 2018, el índice habría mostrado una mayor tensión macro-financiera, escalando hacia el techo de la franja de “riesgo moderado”. Ello es el resultado de preocupaciones adicionales en cabeza de: i) el mayor déficit fiscal, llegando a niveles del -2% del PIB en 2018 (vs. -1.6% del PIB en 2017), donde se dio mayor laxitud de la Regla Fiscal; y ii) el mayor déficit de la cuenta corriente, llegando al -7% del PIB en 2018 (vs. -4.9% en 2017), por cuenta del deterioro de la balanza comercial de bienes y menores flujos de inversión extranjera de portafolio durante los primeros trimestres de 2018.

Prospectivamente, se deberán monitorear: i) los efectos sobre el crecimiento económico de la terminación de la ampliación del Canal de Panamá, con potenciales ganancias en comercio-turismo; ii) las históricamente bajas reservas internacionales, explicando la tensión agregada vía el indicador ARA; iii) la tendencia de deterioro en la calidad de la cartera, aunque aún se

**Gráfico 2. Guatemala: ITMF simplificado
(0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)**



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de Guatemala.

tienen niveles relativamente sanos del 2.3% en 2018 (vs. 1.6% en 2017); y iv) los efectos del recrudescimiento de las tensiones de volatilidad externa. En los frentes crediticios se tienen atenuantes, dado el acceso de la banca privada a los mercados externos.

Guatemala

El ITMF logra una adecuada lectura del desempeño macro-financiero de Guatemala en la última década, donde su economía se caracteriza por favorables fundamentales macro-económicos frente a los promedios regionales. Nótese cómo el ITMF captura las tensiones del período de crisis financiera en 2007-2009, ubicándose en el rango de “riesgo moderado” (con algo de alivio en 2008, cuando la economía empezaba a mostrar señales de desaceleración); y las mayores preocupaciones de los años recientes 2017-2018, también situándose en el rango de “riesgo moderado” (ver gráfico 2).

A nivel estructural, las tensiones macro-financieras en Guatemala han provenido en los últimos años de: i) brecha del Producto, promediando desviaciones de su promedio quinquenal de 1pp por año; ii) sobre-expansiones crediticias, con crecimientos de la cartera del 5% real anual en el período de análisis (+1.4pp frente al PIB-real), aunque cabe mencionar que el atenuante de esto proviene de una alta solidez de su sistema financiero en términos de calidad de la cartera, provisiones y solvencia; y iii) moderados descalces cambiarios en el balance bancario (35% de los créditos en moneda extranjera vs. 29% de los depósitos en moneda extranjera).

Durante el año pico de tensión macro-financiera de 2009, las presiones provinieron de: i) crecimientos del PIB-real de solo el 0.5% anual (vs. el promedio quinquenal del 3.7%); ii) mayores faltantes fiscales, con un déficit del -3.1% del PIB (vs. los niveles del -1.4%-2% del PIB

de los años anteriores); iii) prima de ahorro en moneda local (-6.9%, mostrando marcadas presiones de devaluación); iv) recalentamiento crediticio, con expansiones de la cartera del 3.3% real anual (+2.7pp frente al PIB-real); y v) leves deterioros de la calidad crediticia, alcanzando indicadores de morosidad del 2.7% (vs. el 2% de los años anteriores).

Posteriormente, la adecuada institucionalidad fiscal y monetaria de Guatemala (en cabeza de un BCG aplicando el esquema de Inflación Objetivo) le permitió suavizar el ciclo económico durante 2010-2016, descendiendo el ITMF simplificado al rango de “riesgo bajo” (con excepción del año 2011, donde se ubicó en el rango de “riesgo moderado”). Allí cabe resaltar: i) la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo del BCG del 3%-5% desde 2012 (vs. los picos del 9% de 2007-2008), pesando la corrección en el precio de *commodities* energéticos (al ser Guatemala un importador de materias

RIESGOS MACRO-FINANCIEROS DE LA DOLARIZACIÓN

primas); y iii) menores déficits gemelos, logrando reducir sus lecturas hacia el -1.1% del PIB en el déficit fiscal en 2016 e incluso llegando a superávits del +1.5% del PIB en su cuenta corriente.

Sin embargo, esas correcciones en los déficits gemelos se han estancado recientemente, llevando el índice simplificado nuevamente hacia el rango de “riesgo moderado” en 2017-2018, aunque vale la pena resaltar que resultan ser las cifras más alentadoras de la región CAPARD. En particular, en el frente fiscal, el déficit se ha mantenido en valores del -1.3%-1.4% del PIB en dicho período (vs. el mencionado -1.1% del PIB de 2016), consistente con superávits primarios del +0.1% del PIB (vs. +0.4% del PIB); y en el frente externo, se ha mantenido un superávit del 1%-1.5% del PIB (similar a lo observado en 2016). Adicionalmente, en 2018, a lo anterior se unieron nuevos riesgos en cabeza de las sobre-expansiones crediticias, con un crecimiento de la

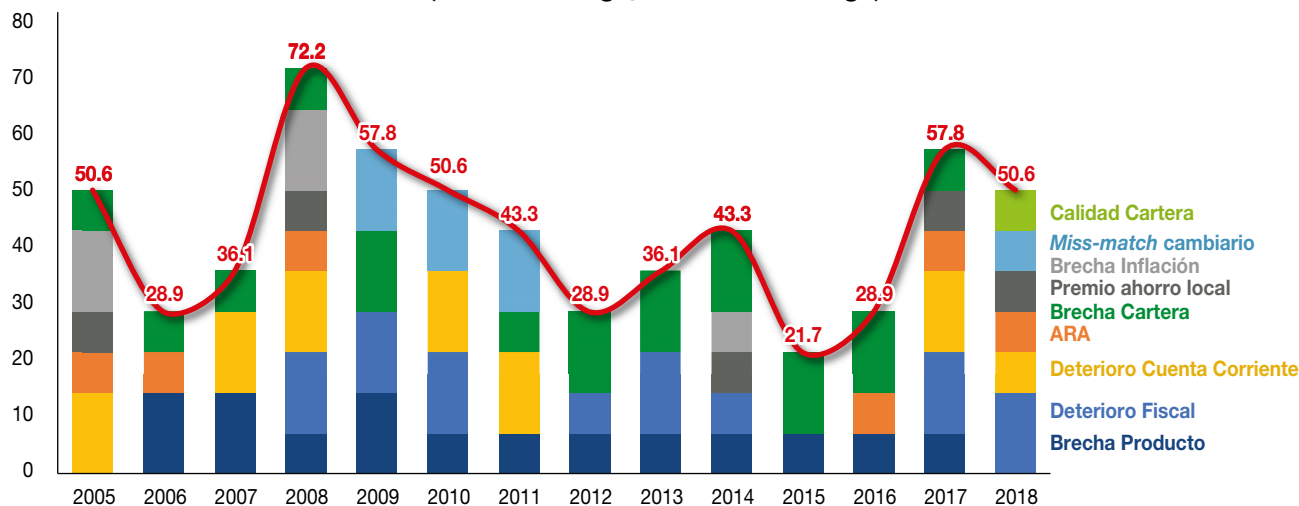
cartera del 5.1% real anual (+2.4pp frente al PIB-real), aunque cabe mencionar que se venía de bajas expansiones crediticias del 0.7% real anual en 2017.

Costa Rica

El ITMF (bajo la metodología simplificada) captura dos picos de tensión macro-financiera en la historia reciente de Costa Rica. El primero coincidió con la crisis financiera global derivada del colapso de Lehman Brothers en 2007-2008, y el segundo se dio en 2017, cuando se deterioraron significativamente los déficits gemelos (fiscal-externo) del país. A lo largo de la última década, los focos estructurales de preocupación para la economía costarricense han girado en torno a desbalances de la brecha del Producto (explicados principalmente por recalentamientos respecto a su potencial), deterioros de los déficits gemelos (fiscal-externo) y los sobre-calentamientos crediticios (ver gráfico 3).

El período de mayor tensión macro-financiera para Costa Rica se dio en 2008, donde pesaron las siguientes consideraciones: i) la leve desaceleración económica, registrando el PIB-real expansiones del 4.7% en dicho período (vs. 5.4% del potencial por quinquenios); ii) el deterioro fiscal, con un déficit del -0.3% del PIB en 2008 (frente a los superávits del +0.3% del PIB en 2007); iii) el deterioro de la cuenta corriente, registrando déficits del -8.4% del PIB en 2008 (vs. -5.6% del PIB en 2007); iv) las bajas reservas internacionales, con el 90% de reservas “adecuadas” (vs. 100% en 2007), según el indicador ARA; v) el menor premio por ahorrar en moneda local (advirtiendo un diferencial de tasas a favor del ahorro en moneda extranjera), llegando dicho indicador al -0.3% en 2008 (vs. +2.5% en 2007); vi) los mayores registros de inflación, llegando al 13.9% en 2008 (vs. 11.2% del promedio quinquenal); y vii) las sobre-expansiones crediticias, con crecimientos del 9.6% real anual en 2008 (+5pp frente al crecimiento del PIB-real).

Gráfico 3. Costa Rica: ITMF simplificado (0 mínimo riesgo, 100 máximo riesgo)



Fuente: cálculos Anif/FLAR con base en FMI, SECMCA y agencias estadísticas de Costa Rica.

Posterior al momento de máxima tensión (2008), siguieron años de estabilización macro-financiera, descendiendo el ITMF simplificado al rango de “riesgo moderado” en 2009-2011 y al de “riesgo bajo” en 2012-2016 (aunque con algunos ligeros repuntes hacia el rango de “riesgo moderado” en 2014). Estos menores niveles de tensión se explican en gran medida por el acuerdo de *Stand-By* con el FMI, posterior a la crisis de 2008. De esta manera, la economía costarricense logró estabilizarse en los años siguientes, reduciendo los descalces al interior de las entidades bancarias (llegando a diferencias causi-nulas entre el activo y el pasivo en moneda extranjera en 2016) y el déficit de cuenta corriente (a niveles del -2.3% del PIB en 2016 vs. los máximos históricos del -8.4% del PIB de 2008)."

Al margen de la menor tensión macro-financiera de 2009-2016, se presentaron algunas alarmas principalmente por parte de: i) los faltantes fiscales, con déficits promedio del -5% del PIB en el período de referencia; ii) las sobre-expansiones crediticias (exceptuando el año 2010), con crecimientos promedio del 8.5% real anual en 2009-2016 (+6pp frente al crecimiento del PIB-real); y iii) la volatilidad del PIB-real (desviándose en +/- 0.25pp de su promedio quinquenal).

En el año 2017 se presentó el segundo episodio de mayor tensión en la historia reciente de Costa Rica. En efecto, el ITMF simplificado se elevó hacia el techo del rango de “riesgo moderado”. Allí confluyeron nuevos elementos de alerta por parte de: i) deterioros fiscales, llegando a déficits del -6.3% del PIB en 2017 (vs. -5.3% del PIB en 2016), con una deuda externa escalando del 43% del

PIB hasta el 49% del PIB entre 2016-2017; ii) el menor premio por ahorrar en moneda local, descendiendo al -0.3% en 2017 (vs. +0.7% en 2016); y iii) deterioros externos, con déficits en la cuenta corriente del -2.9% del PIB en 2017 (vs. -2.3% del PIB en 2016), a pesar de las presiones devaluacionistas y una política monetaria contractiva (elementos que llevaron al Banco Central de Costa Rica a emitir una solicitud de apoyo al FLAR por US\$1.000 millones). En este frente externo, se tienen atenuantes de elevadas porciones de financiamiento vía IED.

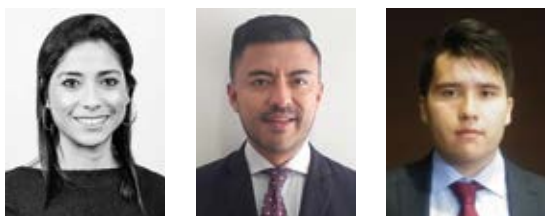
Para 2018, el índice simplificado mostró un ligero descenso, aunque

se mantuvo en el rango de “riesgo moderado”. Ello gracias a que: i) el crecimiento económico convergió a sus niveles potenciales (3.3% en 2018 vs. 3.4% en el promedio quinquenal); y ii) la expansión de la cartera crediticia se moderó hacia el 2.8% real anual en 2018 (-0.5pp frente al PIB-real). No obstante, se empezaron a observar visos de riesgos por cuenta de: i) deterioro de la calidad crediticia, aunque aún ubicándose la relación cartera vencida/cartera total en niveles del 3.1% en 2018 (vs. 2.4% en 2017); y ii) descalces cambiarios en los balances de las entidades financieras (39% de los créditos en moneda extranjera vs. 44% de los depósitos en moneda extranjera). 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Calvo G. (2001), “Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 2, Part 2.
- FMI (2018a), “Guatemala: Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 18/154, junio de 2018.
- FMI (2018b), “Costa Rica: Financial Sector Stability Review”, IMF Country Report No. 18/80, abril de 2018.
- FMI (2019a), “Credit Cycle and Capital Buffers in Central America, Panama, and the Dominican Republic”, IMF Working Paper No. 19/39, febrero de 2019.
- FMI (2019b), “Panama: Article IV Consultation”, IMF Country Report No. 19/11, enero de 2019.

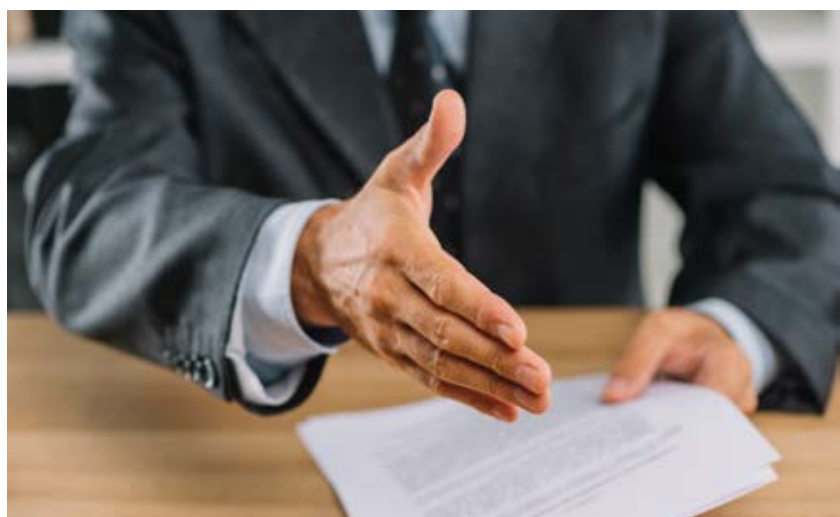
Cheap employment: **¿Aumenta el empleo** **manufacturero con una** **depreciación real? ***



Por: Lina Cardona, Fredy Gamboa y Jesahel Higuera ¹

En 2015, el empleo manufacturero en Colombia participaba con el 16% del empleo total del país, seguido por los sectores de comercio y servicios (ver gráfico 1). Allí las ciudades de Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla fueron las encargadas de la generación del 75% del empleo manufacturero urbano. Al interior del sector manufacturero, la mayor rotación de trabajadores se observó en los subsectores de alimentos, madera, textiles, maquinaria eléctrica y no-eléctrica, cauchos, productos no metálicos y lencería, presentándose la menor rotación en químicos, derivados del petróleo, tabaco y transporte.

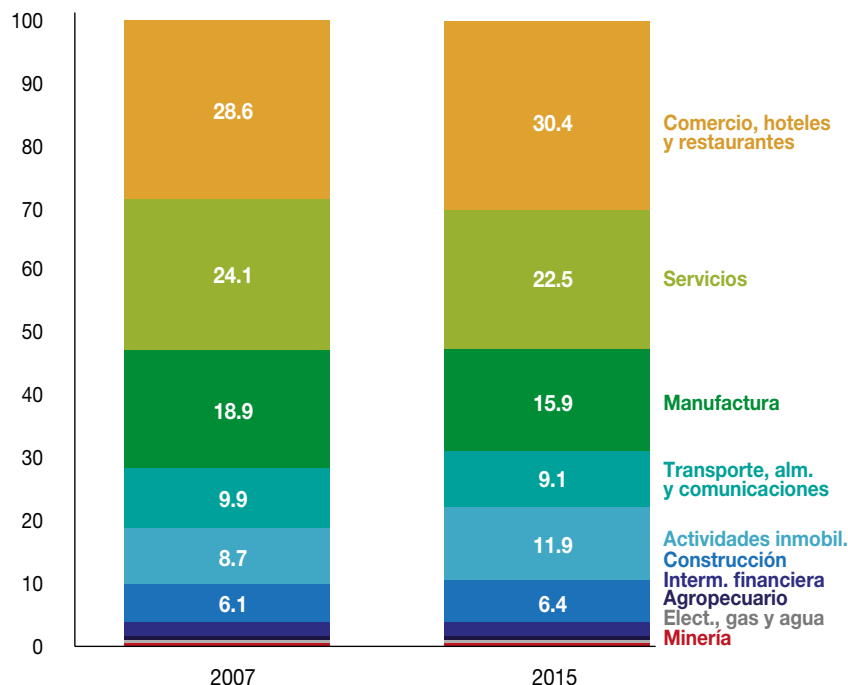
Las asimetrías del sector se dejan ver en los subsectores de alimentos, bebidas, caucho, plástico, productos de petróleo, imprentas, papel y metálicos, en los que se presenta la mayor generación de empleo.



* Las opiniones contenidas en el presente documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Este documento se basa en Cardona-Sosa, Gamboa-Estrada e Higuera-Barajas (2019).

¹Los autores son en su orden: Investigadora, Instituto de Estudios Fiscales, Reino Unido, e-mail: lina_s@ifs.org.uk; Investigador, Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales, Banco de la República, Bogotá, e-mail: fgamboes@banrep.gov.co; Estudiante de la Maestría en Economía de la Universidad Javeriana de Bogotá, e-mail: j.higuera@javeriana.edu.co.

Gráfico 1. Participación de ocupados de cada sector en el empleo total (%)



Fuente: Dane, Encuesta Nacional de Hogares.

“El proceso de integración comercial de Colombia en la economía global ha cambiado la estructura productiva local y la dependencia de los procesos de producción del comportamiento de variables macroeconómicas como el tipo de cambio. En los últimos años se ha acelerado el grado de depreciación del peso colombiano con respecto al dólar americano, afectando el proceso productivo sin que haya evidencia reciente de su efecto en el empleo.”

El proceso de integración comercial de Colombia en la economía global ha cambiado la estructura productiva local y la dependencia de los procesos de producción del comportamiento de variables macroeconómicas como el tipo de cambio. En los últimos años se ha acelerado el grado de depreciación del peso colombiano con respecto al dólar americano, afectando el proceso productivo sin que haya evidencia reciente de su efecto en el empleo.

Para el caso colombiano, Cardona-Sosa, Gamboa-Estrada e Higuera-Barajas (2019) analizan los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio real en la demanda de empleo industrial, usando información trimestral entre 2002 y 2013 para las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas del país. El estudio

cubre períodos de alta apreciación y depreciación del peso colombiano, lo que permite evaluar los impactos de la tasa de cambio real en el empleo. Partiendo del modelo teórico de Campa y Goldberg (2001) y aplicando la metodología de Huang y Tang (2015), se espera que una depreciación real de la tasa de cambio exportadora aumente la demanda por bienes domésticos, y aumente por consiguiente el empleo. En contraste, el efecto de una depreciación de la tasa de cambio importadora sobre el empleo es ambiguo. Por un lado, el nivel de empleo aumentaría si frente a una depreciación los bienes externos que están encarecidos son sustituidos por bienes locales, dinamizando a su vez la demanda laboral local. De manera contraria, el nivel de empleo podría disminuir al tiempo que los insumos usados en el proceso productivo importador se

vean encarecidos, en cuyo caso implicaría la complementariedad del empleo local con el insumo externo.

1. Tasa de cambio real y empleo industrial en Colombia

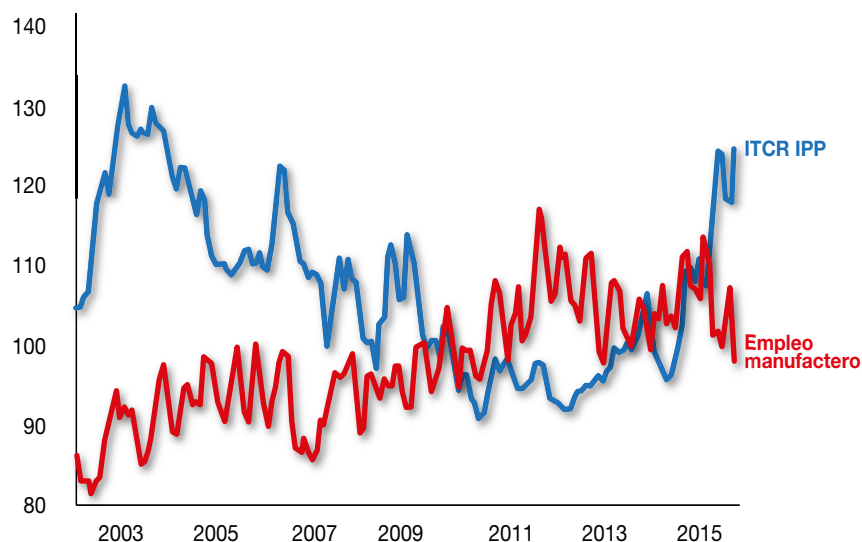
En el gráfico 2 se observa la evolución reciente de la tasa de cambio y del nivel de empleo manufacturero. Se identifican dos fases de la tasa de cambio durante dicho período. Un primer período de apreciación entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2010, y un segundo período de depreciación a partir del tercer trimestre de 2010. El primer período, caracterizado por una mejora en los términos de intercambio, pudo explicar una proporción importante en el nivel de apreciación real ocurrido. De la misma

¿AUMENTA EL EMPLEO MANUFACTURERO CON UNA DEPRECIACIÓN REAL?

manera, el mismo período coincidió con altos precios del petróleo que aumentaron el nivel de producción y de exportaciones, incrementando el ingreso nacional y, por ende, los flujos de inversión extranjera que influyeron en la apreciación del tipo de cambio. Por su parte, la reciente depreciación del tipo de cambio real, observada desde el tercer trimestre de 2014, ha sido resultado de la caída sustancial de los precios del crudo. Respecto a los niveles de empleo, en algunos períodos se comportan en la misma dirección que las variaciones en la tasa de cambio. En efecto, entre octubre y diciembre de 2014, período en el cual se presentó una depreciación real, se observó un aumento en el empleo manufacturero. No obstante, la relación no ha sido estable a partir de 2015.

Los gráficos 3 y 4 presentan el comportamiento de la tasa de cambio exportadora e importadora, respectivamente.

Gráfico 2. Índice de Tasa de Cambio Real según IPP (Enero 2010=100) y empleo manufacturero (Enero 2010=100)

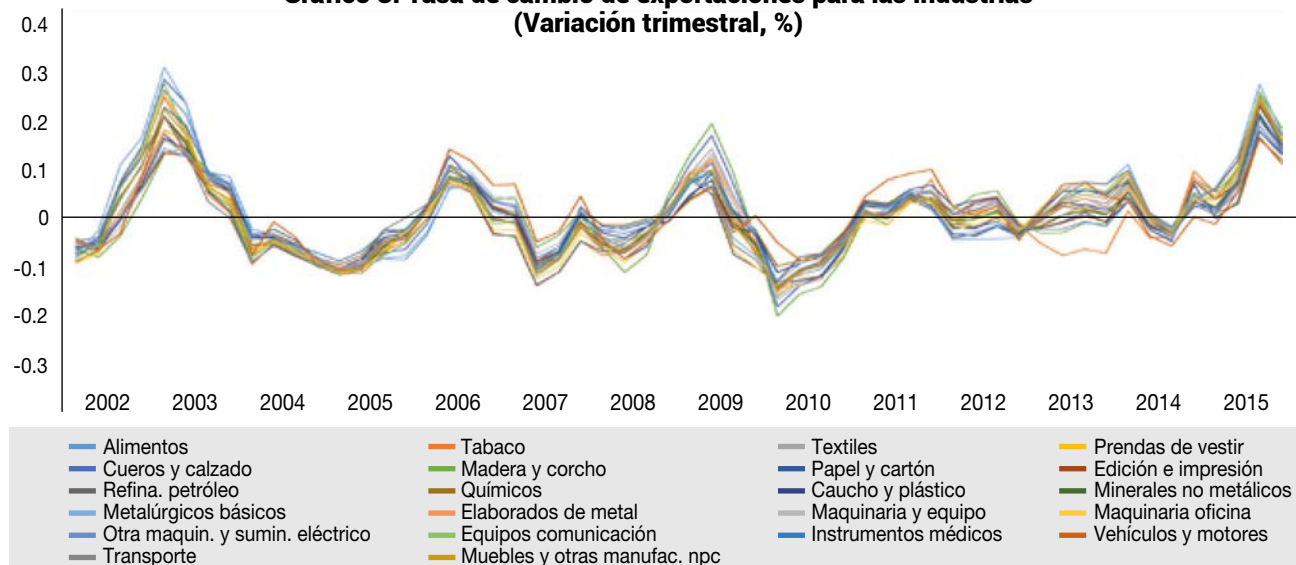


Fuentes: Banco de la República y Dane.

Aunque las dos tasas tienen un comportamiento similar, podrían tener efectos diferenciados en el nivel de empleo debido en parte a la heterogeneidad entre industrias y al

monto que se comercia con cada país (Huang *et al.*, 2014), originándose una sustituibilidad o complementariedad entre el insumo extranjero y el local.

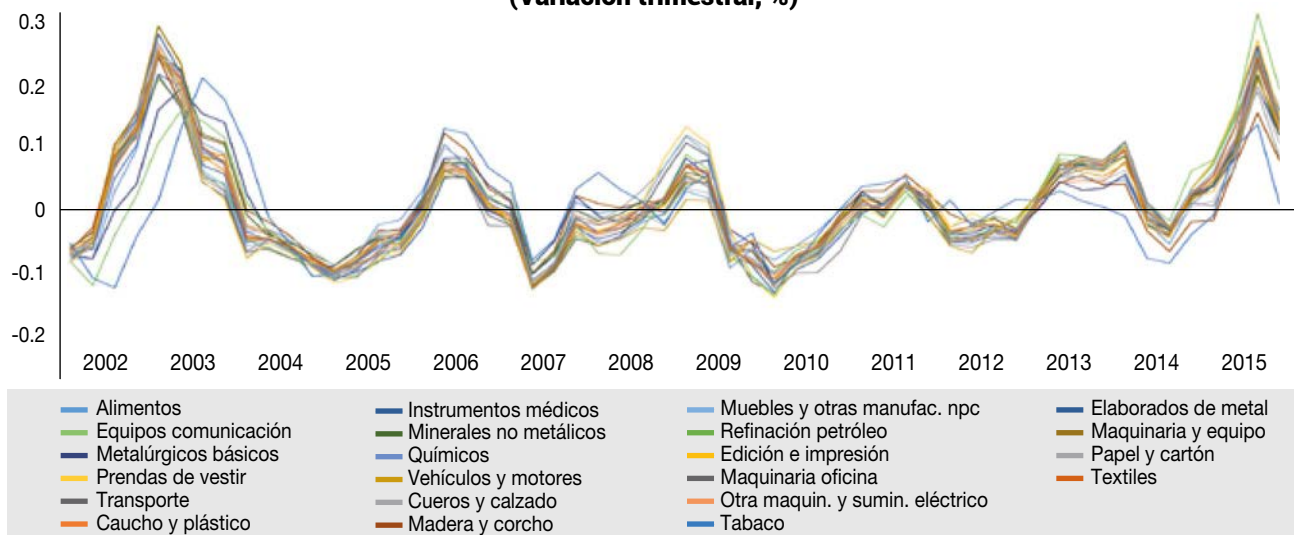
Gráfico 3. Tasa de cambio de exportaciones para las industrias (Variación trimestral, %)



La variación trimestral de la tasa de cambio exportadora está calculada siguiendo a Huang y Tang (2015). Esta corresponde al promedio móvil de cinco períodos de la variación de la tasa de cambio exportadora con cada socio comercial ponderada por la participación de las exportaciones de la industria a dicho país en el total de las exportaciones.

Fuentes: Banco de la República y Dane.

**Gráfico 4. Tasa de cambio de importaciones para las industrias
(Variación trimestral, %)**



La variación trimestral de la tasa de cambio importadora está calculada siguiendo a Huang y Tang (2015). Esta corresponde al promedio móvil de cinco períodos de la variación de la tasa de cambio importadora con cada socio comercial ponderada por la participación que tiene el total de las importaciones de dicho país a la industria local en el total de importaciones.
Fuentes: Banco de la República y Dane.

2. Relación teórica entre el mercado laboral y la tasa de cambio

Los canales de transmisión de las variaciones de la tasa de cambio sobre el empleo de la industria transable pueden derivarse del problema de maximización de beneficios de la firma en un mercado imperfectamente competitivo. En él, la oferta laboral depende del salario y de la demanda agregada local. Para ello, utilizamos el enfoque teórico desarrollado por Campa y Goldberg (2001), el cual es la base de la evidencia encontrada por Huang y Tang (2015) para Estados Unidos.

Se identifican tres canales a partir de los cuales la demanda por trabajo óptima responde a cambios en la tasa de cambio. En el caso de una depreciación, los canales serían: i) a mayor penetración importadora, una depreciación ocasionaría un menor crecimiento del empleo manufactu-

rero; ii) a mayor orientación exportadora, una depreciación aumentaría los efectos positivos sobre el empleo; y iii) en presencia de una depreciación, los insumos importados se encarecen y las firmas que dependen fuertemente de ellos en el proceso de producción podrían aumentar la demanda de trabajo en el caso de que los insumos sean sustitutos del empleo local, o reducirla en el caso en que sean complementarios.

3. Especificación empírica

Con base en las implicaciones del modelo teórico, para estimar el efecto que variaciones en la tasa de cambio tienen en el empleo local, seguimos la especificación empírica propuesta por Huang y Tang (2015) como se presenta en la ecuación (1) a continuación:

Ecuación 1:

$$\Delta \text{Empleo}_{c,t}^T = \gamma_1 + \gamma_2 \Delta \text{PIB}_{c,t}^* + (\gamma_3 + \gamma_4 \text{TAE}_{c,t}) \Delta e_{c,t}^x + (\gamma_5 \text{TPI}_{c,t} + \gamma_6 \alpha_{c,t} + \gamma_7) \Delta e_{c,t}^m + \gamma_8 \Delta \text{Empleo}_{c,t-1}^T + \gamma_9 \text{TAE}_{c,t} + \gamma_{10} \text{TPI}_{c,t} + \gamma_{11} \alpha_{c,t} + \delta_c + \tau_t + u_{c,t}$$

$\Delta Empleo_{c,t}^T$ es la variación porcentual de los ocupados de la industria transable (T) de la ciudad c , donde la industria transable corresponde a la industria manufacturera. Como *proxy* de la demanda externa, se incluye la variación porcentual del producto de los principales socios comerciales por industria, y se agrega a nivel de ciudad, $\Delta PIB_{c,t}^*$. La tasa de cambio $e_{c,t}^x$ corresponde a la tasa de cambio específica de la industria exportadora (x) por ciudad y de manera análoga, $e_{c,t}^m$ corresponde a la tasa de cambio específica de la industria importadora (m). $TAE_{c,t}$ y $TPI_{c,t}$ corresponden a las tasas de apertura exportadora² y penetración importadora³, respectivamente. Aunque estas últimas están disponibles por industria, para el análisis se agregan a nivel de ciudad. Finalmente, $\alpha_{c,t}$ hace referencia a la proporción de insumos importados de las industrias en la ciudad respectiva.

A diferencia de Huang y Tang (2015), la especificación (1) se estima incluyendo un rezago de las variables independientes (TAE, TPI, α) interactuadas con las variaciones contemporáneas de la tasa de cambio. Esto con el fin de controlar por los efectos que pueda tener la tasa de cambio en la orientación exportadora o importadora de la industria. Los rezagos de la variación del empleo son incluidos para capturar ajustes previos en el empleo que pudieran afectar cambios en el efecto actual. Por su parte, δ_c , τ_t corresponden a los efectos fijos de ciudad y de tiempo en cada caso, mientras que el término de perturbación es recogido por $u_{c,t}$.

La estimación se realiza a nivel de ciudad, asumiendo que la estructura industrial nacional se mantiene a nivel local. De manera similar se explotan las diferencias en la com-

“Los resultados sugieren que la depreciación real tiene mayores efectos sobre el empleo manufacturero por la vía del encarecimiento de las importaciones que por el efecto de “abaratamiento” de las exportaciones.”

posición industrial entre ciudades con el fin de determinar el impacto de la tasa de cambio en la variación del empleo por ciudad.

Para calcular el efecto de una depreciación real en el empleo local se usa el estimador Arellano-Bond para panel dinámico, el cual a su vez usa el estimador de varianza convencional derivado por el método generalizado de momentos. El panel utiliza como instrumentos los rezagos de las variables endógenas y de las variables independientes incluidas en la especificación y no requiere que se incluyan instrumentos exógenos. Los errores estándar son estimados de manera robusta.

4. Resultados

Los resultados de la ecuación (1) se presentan en el cuadro 1. Cada columna incluye de manera diferente la variación porcentual de la tasa de cambio. Las variables independientes que están interactuadas están expresadas con relación a la media muestral, por lo que una depreciación debe ser interpretada con respecto al promedio del período.

En la primera columna se estima un modelo que usa la tasa de cambio promedio entre la tasa de cambio

exportadora y la importadora. El coeficiente de la tasa de cambio promedio es estadísticamente significativo y negativo. Sin embargo, en esta especificación no es claro el mecanismo del impacto de la tasa de cambio sobre el empleo, ya que podrían existir efectos diferenciados desde la tasa de cambio exportadora o importadora, respectivamente.

La columna (2), la cual incluye únicamente la tasa de cambio exportadora, reporta un efecto negativo y significativo sobre el empleo. En la columna (3) se incluye únicamente la tasa de cambio importadora, observándose un efecto negativo en el empleo. De acuerdo con este último resultado, una depreciación de la tasa de cambio importadora del 1% por encima de la observada en el período está relacionada con una disminución en el empleo local del 0.2%. Dicho coeficiente refleja dos canales diferentes a través de los cuales la tasa de cambio afecta el empleo. Por un lado, está el canal de sustitución de productos importados, por medio del cual una depreciación de la tasa de cambio importadora encarece los productos extranjeros, aumenta la demanda de bienes domésticos, y, por consiguiente, la demanda del empleo local. Por otro lado, está el canal de insumos importados, por medio del cual una depreciación de la tasa de cambio

² Corresponde al *ratio* de las exportaciones sobre la producción industrial.

³ Corresponde al *ratio* de las importaciones sobre el consumo aparente, donde el consumo aparente está definido como la suma entre producción industrial e importaciones restando las exportaciones.

Cuadro 1. Estimaciones del efecto de la variación de la tasa de cambio en el empleo

	Arellano-Bond			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cambio en el empleo local (t-1)	-0.55*** (0.03)	-0.54*** (0.03)	-0.55*** (0.03)	-0.55*** (0.03)
Cambio en el empleo local (t-2)	-0.32*** (0.03)	-0.32*** (0.03)	-0.31*** (0.03)	-0.32*** (0.03)
PIB externo	-0.04 (0.19)	-0.02 (0.17)	0.04 (0.16)	0.04 (0.17)
Tasa de cambio promedio	-0.20*** (0.06)			
Tasa de cambio exportadora		-0.17*** (0.06)		0.15* (0.09)
Tasa de cambio importadora			-0.22*** (0.06)	-0.37*** (0.10)
Tasa Apertura Exportadora, TAE (t-1)	0.08 (0.05)	0.04 (0.04)		0.08 (0.05)
TAE(t-1)*Tasa de cambio promedio	-0.01 (0.01)			
TAE(t-1)*Tasa de cambio exportadora		0.00 (0.01)		0.00 (0.01)
Tasa Penetración Importadora, TPI (t-1)	-0.09 (0.14)		0.00 (0.13)	-0.09 (0.14)
TPI(t-1)*Tasa de cambio promedio	0.01 (0.02)			
TPI(t-1)*Tasa de cambio importadora			0.01 (0.01)	0.01 (0.02)
Alpha, proxy insumos importados (t-1)	0.95 (0.92)		0.19 (0.74)	0.86 (0.96)
Alpha(t-1)*Tasa de cambio promedio	-0.14 (0.10)			
Alpha(t-1)*Tasa de cambio importadora			-0.1 (0.09)	-0.17* (0.09)
q==2	5.84*** (2.07)	5.73*** (2.03)	5.74*** (2.05)	5.77*** (2.08)
q==3	6.27*** (2.27)	6.53*** (2.29)	6.43*** (2.30)	6.04*** (2.25)
q==4	10.60** (2.59)*	10.71** (2.60)*	10.57** (2.59)*	10.38** (2.58)*
Constante	-5.26** (2.16)	-5.40** (2.11)	-5.55*** (2.12)	-5.44*** (2.11)
Observaciones	533	533	533	533
P-value Z AB Test Orden 1	0.00	0.00	0.00	0.00
P-value Z AB Test Orden 2	0.2164	0.2454	0.2461	0.2934

Nota: los errores estándar presentados entre paréntesis fueron calculados de manera robusta para la estimación Arellano-Bond y con *bootstrap* en el caso de la estimación LSDV. Las tasas de penetración importadora y exportadora, así como la participación de insumos importados son presentadas restando su media e interactuadas por la variación de la tasa de cambio. Todas las especificaciones incluyen efectos fijos de ciudad y de tiempo.

*, ** y *** corresponden a los niveles de significancia del 10%, el 5% y el 1%, respectivamente.

importadora aumenta el costo de dichos insumos y reduce su demanda. Es decir, que en el caso en el que el empleo local es complemento del insumo importado, una depreciación afecta negativamente el empleo. Es así como un coeficiente negativo sugiere que el efecto de la depreciación sobre el costo de insumos importados tiene un alto impacto sobre el empleo manufacturero en Colombia. Sin embargo, al separar cada uno de estos efectos, capturados con la TPI y la participación de los insumos importados (α) ponderados por la tasa de cambio importadora, aunque se obtienen los signos esperados, no resultan ser estadísticamente significativos.

Finalmente, la columna (4), que incluye tanto la tasa de cambio exportadora como la importadora, es nuestra especificación preferida, así como lo es para el estudio de Huang y Tang (2015). Los resultados sugieren un efecto positivo y significativo de una depreciación en el empleo manufacturero local. Cuando la depreciación, medida con una variación de la tasa de cambio exportadora, es un 1% superior al promedio de la observada en el período analizado, la magnitud del coeficiente sugiere que el empleo en las ciudades aumenta en un 0.2%. En contraste, cuando la depreciación es medida con una variación de la tasa de cambio importadora, se observa un efecto negativo del 0.4% sobre el empleo manufacturero local. Contrario a lo observado para el caso de Estados Unidos, no encontramos evidencia de una variación adicional en el empleo dependiendo de la orientación exportadora/importadora de la ciudad. En efecto, los coeficientes para la tasa de apertura exportadora o importadora no resultan ser estadísticamente significativos.

Por su parte, el α o la participación de los insumos importados en la industria local tiene un signo negativo, sugiriendo que, en presencia de una depreciación, las industrias con alta participación de insumos importados reducen el empleo de la ciudad, siendo los resultados estadísticamente significativos.

Conclusiones

Los resultados sugieren que la depreciación real tiene mayores efectos sobre el empleo manufacturero por la vía del encarecimiento de las importaciones que por el efecto de “abaratamiento” de las exportaciones. Dado que las ponderaciones de cambios en la tasa de cambio exportadora e importadora reflejan la participación de las exportaciones e importaciones en la industria, este resultado podría estar determinado por la alta presencia importadora del sector industrial. Mientras que en 2013 se exportaban US\$21.659 millones (correspondientes al 37% del total de exportaciones), las importaciones del sector alcanzaban los US\$56.500 millones (correspondientes al 95% de todo lo importado).⁴ Igualmente, el Dane reporta que, en 2014, la relación entre los insumos importados y la producción total de las unidades

productivas en dicho sector fue igual al 13.5% en comparación con un nivel promedio del 6.2% para el total de actividades económicas. Por otro lado, la relación entre los insumos de origen importado y el consumo intermedio en el mismo sector fue igual al 19.8% en comparación con un nivel promedio del 13% para el total de actividades económicas. Es posible que, a nivel de ciudad, la mayor proporción de importados industriales se mantenga sobre la proporción de exportados, lo cual explica en parte que la depreciación de la tasa de cambio importadora tenga un efecto más grande en las ciudades en donde la industria importa más. De esta manera, el efecto negativo sobre el empleo será mayor puesto que la cantidad importada es más alta en dicho sector.

Finalmente, aunque en este estudio no se analiza el papel de la fragilidad de la infraestructura, particularmente en términos de vías y puertos, seguramente este factor juega un papel crucial en la evidencia encontrada. Algo por explorar son los salarios, pues es posible que la depreciación tenga un efecto mayor en los salarios que en el empleo. Igualmente, se podría analizar el impacto que tiene la depreciación real en cada tipo de industria. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Consultar detalle de fuentes en <http://www.banrep.gov.co/es/borrador-1062>

⁴ Usando datos del Dane, se observa para 2018 que la participación de las importaciones realizadas por el sector manufacturero como proporción de las importaciones totales llegaba al 94%. Las exportaciones del sector, por su parte, alcanzaban una participación del 44% en el total de exportaciones.



Mundo Mujer

El Banco de la Comunidad

Somos el Banco de Esteban, de Johana, de Luis, de Sonia...



El Banco para ahorrar e invertir

*Juntos le damos **La mano** a Colombia.*

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Línea Gratuita Nacional

01 8000 910 666

Página Web

www.bmm.com.co

Encuéntrenos como Banco Mundo Mujer en:



YouTube



Índice de Costos Bancarios Anif (ICBA)*



Durante el primer semestre de 2019 se discutió en el Congreso toda una serie de iniciativas que arriesgaban importantes logros en inclusión financiera.

Algunas de esas iniciativas apuntaban a: i) debilitar la calidad de la información de las Centrales de Riesgo, lo cual terminaría por afectar al consumidor financiero más riesgoso (desconociendo que solo cerca del 10% de los usuarios ha sido reportado en dichas centrales); ii) prohibir el cobro de algunos servicios financieros y/o establecer topes en las comisiones, lo cual afectaría la solidez del sistema financiero, tal como hoy ocurre con ese tipo de iniciativas populistas en México; y iii) estrechar la holgura existente entre la tasa de usura y las tasas de mercado, desconociendo que ello es lo que ha permitido atraer mayores usuarios al sector formal (arrebátándoselos al peligroso sistema del “gota a gota”).

Si bien dichos proyectos terminaron hundiéndose, no deja de preocupar

la reaparición de este tipo de iniciativas anti-sector financiero en las siguientes legislaturas. Esto es particularmente riesgoso en momentos en que se observa que la relación crédito/PIB está cumpliendo cinco años de estancamiento en niveles de solo el 47% (vs. el 60% observado en Chile o el 150% en Estados Unidos).

Anif ha venido calculando, desde hace más de una década, el Índice de Costos Bancarios Anif (ICBA). Este ICBA se nutre de información oficial publicada por la Superfinanciera y su propósito es evaluar de forma objetiva la evolución de costos en la prestación de varios servicios financieros. En esta nota presentaremos los resultados más actualizados y con la novedad metodológica de ajustar dichos costos a la mayor modernidad que muestran las transacciones digitales y la mejor información que ahora se tiene sobre cómo muchas entidades financieras han optado por el no cobro de ciertos servicios financieros (ver *Informe Semanal* No. 1449 de febrero de 2019 y http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/libro_fintech_anif-felaban-caf.pdf).

La actualización metodológica de nuestro ICBA señala: i) disminuciones en los costos de las tarjetas de crédito (con contracciones en el rango del -5% al -12% real anual al corte de mayo de 2019), mostrando una estrecha relación con el ciclo de política monetaria del Banco de la República (BR); pero ii) aumentos en los costos (consolidados) de las cuentas de ahorro y la banca por internet (con incrementos del 8%-17% real anual al corte de mayo de 2019), lo cual se explica (parcialmente) por las menores tasas de interés remunerativas a los ahorradores. Cabe recordar que el ICBA, a diferencia de otros índices de precios, computa los beneficios obtenidos por los cuentahabientes al utilizar los servicios financieros. *En este sentido, el ICBA va más allá de un simple índice de costos financieros (pues lo que refleja es un neto entre beneficios y costos).*

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1471 del 29 de julio de 2019.

Actualización metodológica del ICBA

Además de eliminar el ruido estadístico de las series, procedimos a agrupar los costos de las cuentas de ahorro y de la banca por internet en un solo índice (denominado ICBA-pasivo). Los costos por el lado activo corresponden a los del uso de tarjetas de crédito (denominado ICBA-activo).

El ICBA-pasivo fue ajustado al excluir los cobros de retiros por ventanilla y talonarios en las cuentas de ahorro (dado su muy escaso uso). En el caso de la banca por internet, se eliminó el costo de pagos de cartera, pues este dejó de cobrarse desde el año 2007. Pero añadimos los cobros por retiros de cajeros automáticos, consultas de saldo y transacciones a cuentas de otros titulares por canales físicos.

En el caso del ICBA-activo, hemos incluido la diferenciación de cobros según el número de cuotas a las que se difieren las compras. Con ello se capturan los costos en los que deben incurrir los consumidores que han venido ampliando los plazos de su portafolio de consumo-tarjetas de crédito. Recordemos que el plazo promedio de la cartera de consumo (que afecta las tarjetas de crédito) ha venido aumentando de 3.6 a 4.6 años (ver *Comentario Económico del Día* 16 de marzo de 2017).

ICBA del pasivo bancario (cuentas de ahorro + banca por internet)

En 2018, Banca de las Oportunidades había reportado: i) alta utilización de cuentas de ahorro (75% de la población adulta, aunque solo el 63% estaba

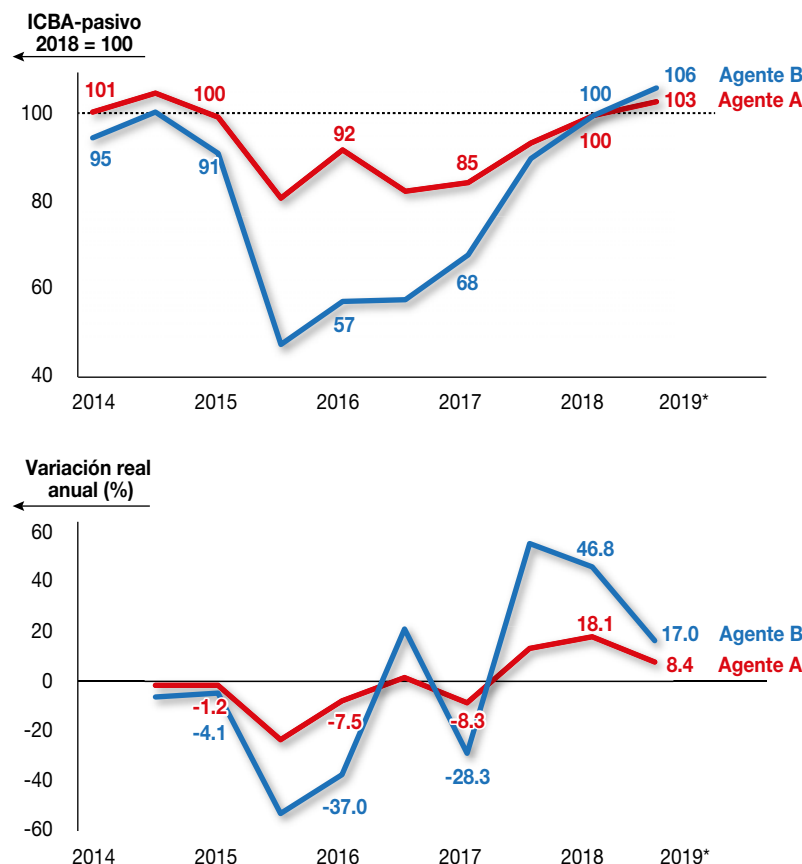
en uso); y ii) elevada proporción de las operaciones por internet tanto en cantidad de transacciones (50% vs. 9% de transacciones físicas), como en el monto de las mismas (39% vs. 37%).

Nuestro ICBA-pasivo contempla dos “agentes representativos”: uno que mantiene un saldo mensual promedio de \$1 millón en su cuenta (caso A) y otro con uno de \$4 millones (caso B). Ambos enfrentan los siguientes cobros: cuota de manejo (1/mes), débito automático (4/mes), retiro por cajero automático (4/mes), consulta de saldo

(4/mes), transacciones a cuentas de otros titulares por canales físicos (2/mes) y transacciones a otra entidad bancaria por internet (2/mes).

En el gráfico 1 se observa la trayectoria del ICBA-pasivo durante el último quinquenio. Allí se evidencia una tendencia descendente en dichos costos durante 2015-2017, con disminuciones promedio del -5.6% real anual en el caso A y del -7.5% en el caso B. Ello se explica principalmente por los menores costos de los servicios de: i) débito automático (-21% real anual en ambos casos); ii) cobro

Gráfico 1. Índice de Costos Bancarios Anif-Pasivo Bancario
(Agente A=Saldo \$1.000.000, Agente B=Saldo \$4.000.000)



* Cifras a mayo de 2019.
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

ÍNDICE DE COSTOS BANCARIOS ANIF (ICBA)

por retiro (-4.8% anual); iii) transferencias a otros titulares (-4.3% anual); y iv) cuota de manejo (-2.9% anual).

Más recientemente, en 2018-2019, el ICBA-pasivo reversó su tendencia descendente, mostrando incrementos del +8.4% real anual en mayo de 2019 en el caso A y del +17% en el caso B, ubicándose por encima de los niveles observados en 2014. Estos mayores valores del índice se explican, en gran parte, por los menores ingresos por intereses percibidos por los usuarios (en línea con el ciclo de política monetaria del BR).

En lo referido a los costos, los incrementos provinieron de: i) consulta de saldo (+49% real anual en mayo de 2019), lo cual probablemente ha respondido a que se quiere desincentivar este servicio en sucursales físicas (cargos automáticos), dadas las alternativas de cero costo y mayor seguridad vía banca por internet; y ii) cobro por

retiro (+6.4%), con un 65% de bancos que aún cobran por este servicio.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de los componentes del ICBA-pasivo en el último quinquenio. Allí se observa la participación de los costos financieros (propriadamente dichos), la cual llegó al 94% al corte de mayo de 2019 (= 61% por cuentas de ahorro + 33% por banca por internet). Nótese cómo se tiene un menor número de bancos que cobran por servicios asociados a las cuentas de ahorro (producto de la alta competencia al interior del sistema financiero), tal es el caso de la consulta de saldo (56% de los bancos), las transferencias a otros titulares (30%) y el débito automático (24%), ver *Semana Económica de Asobancaria* No. 1191 de julio de 2019.

El ICBA-pasivo del caso B resulta inferior al del caso A debido al mayor efecto de los ingresos por intereses,

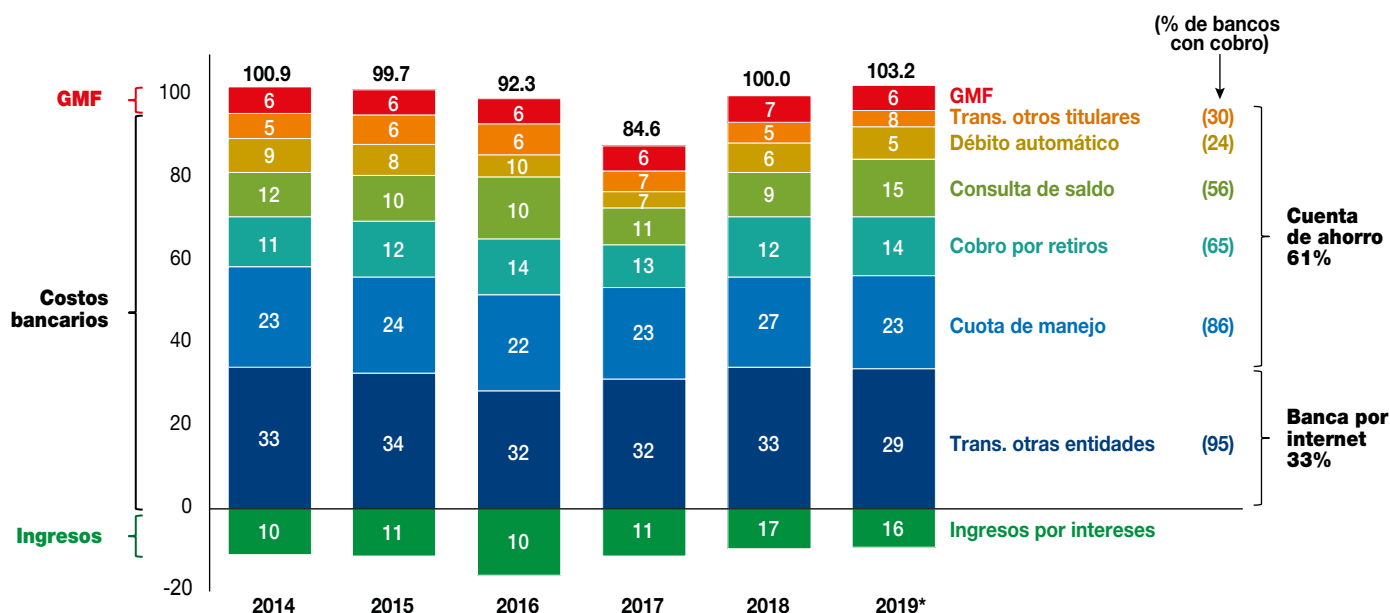
dado que allí se supone un mayor saldo (equivalente al 65% del ICBA-pasivo vs. 16% en el caso A).

ICBA del activo bancario (tarjetas de crédito)

El ICBA-activo de tarjetas de crédito está conformado por la cuota de manejo mensual promedio (ajustando por la periodicidad del cobro) y el pago de intereses (ajustado por el número de cuotas al que se difieren las compras). Este último valor se presenta bajo tres modalidades: 1 cuota, 12 cuotas y 36 cuotas (no habría diferenciación por cupo, considerando que los intereses son relativos al valor de la compra). Así, la suma de los dos elementos arroja el costo total y a partir de allí se construye el ICBA-activo.

En el gráfico 3 se observa cómo el ICBA-activo ha venido mostrando

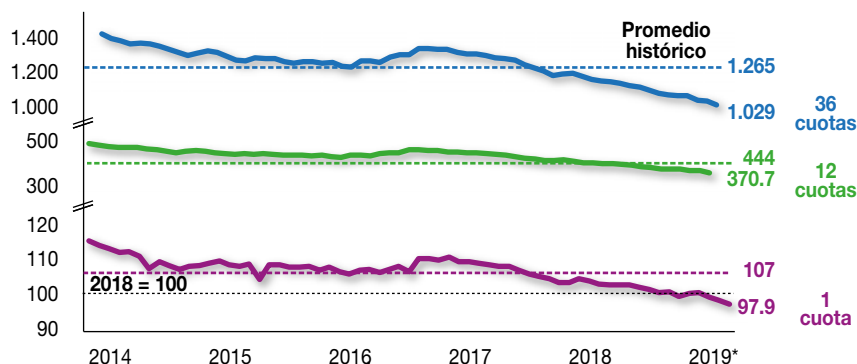
Gráfico 2. Índice de Costos Bancarios Anif-Pasivo Bancario
(Participación % por componente, Agente A=Saldo \$1.000.000, 2018=100)



* Cifras a mayo de 2019.

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

Gráfico 3. Índice de Costos Bancarios Anif-Activo Bancario (1 cuota en el año 2018=100)



* Cifras a mayo de 2019.

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

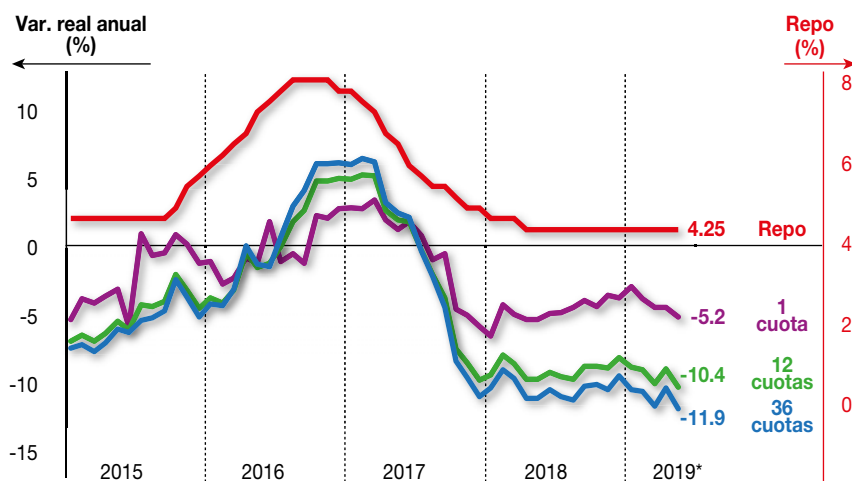
una trayectoria descendente en el último quinquenio, donde los mayores costos corresponden a los usuarios que difieren sus compras a mayor plazo. Por ejemplo, el usuario que difiere sus compras a 12 cuotas enfrenta cerca de 4 veces el costo del usuario de 1 cuota (o 10 veces el que las difiere a 36 cuotas).

El gráfico 4 muestra cómo la trayectoria del ICBA-activo ha venido reflejando el ciclo de política monetaria del BR. En efecto, al cierre de 2016, los costos de las tarjetas de crédito mostraron incrementos en el rango del 2.7%-6% real anual (dependiendo del número de cuotas). Ello se explica por los mayores intereses asociados a la política restrictiva del BR, incrementando la repo hacia picos del 7.75% en septiembre de 2016, dadas las presiones inflacionarias derivadas del Fenómeno de El Niño y el *pass-through* cambiario. Nótese que allí no jugó el costo de la cuota de manejo, pues su crecimiento real fue nulo en 2016.

En 2017-2019 se observa un descenso del ICBA-activo, cayendo entre el -5% y el -12% real anual al corte

de mayo de 2019. Ello se explica por la transmisión del estímulo monetario proveniente de la reducción de -350pb en la tasa repo del BR desde finales de 2016 (ubicándose por 16 meses en el 4.25%). Este comportamiento de las tasas de interés ha logrado compensar el ligero incremento en las cuotas de manejo del 1% real anual al corte de mayo de 2019.

Gráfico 4. Índice de Costos Bancarios Anif - Activo Bancario (Variación % real anual)



* Cifras a mayo de 2019.

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

Conclusiones

Al realizar la actualización metodológica de nuestro ICBA, los resultados nos muestran señales encontradas, pues se observa: i) una disminución en el ICBA-activo (tarjetas de crédito), evidenciándose una estrecha relación con el ciclo de política monetaria; pero ii) un aumento en el ICBA-pasivo (cuentas de ahorro y banca por internet), donde esto último obedece (parcialmente) a los menores ingresos percibidos por los ahorradores.

Prospectivamente, Anif estará monitoreando los efectos del Fintech al presionar a la baja los costos financieros transaccionales. La magnitud de ello dependerá de los cambios regulatorios, operativos y tecnológicos. Allí, el gran beneficiado será el usuario financiero, lo cual representará un gran desafío para el sistema bancario en medio de elevados costos regulatorios provenientes de Basilea III y de la baja penetración financiera que aún se tiene en Colombia. ANIF

Concentración del ingreso y Salario Medio/Mínimo *

Movimientos anti-establecimiento

La rebelión política anti-establecimiento a nivel global ha tenido como "mantra" el tema de la inequidad y, dentro de ella, una obsesión con el diferencial de ingresos. Sin embargo, es común el error de hacer dichas comparaciones antes de la marcada intervención que lleva a cabo el Estado en pro de una mayor igualdad a través de: i) imponer tributación progresiva (los pobres no pagan y los ricos pagan tasas marginales crecientes); y ii) expandir costosos programas de subsidios públicos a favor de las familias más pobres (incluyendo sustento alimenticio, acceso a la educación, al transporte y a la salud de forma gratuita). Veamos con algún detalle el positivo efecto que causan esas intervenciones estatales cuando están bien focalizadas en obtener mayor tributación de los hogares más ricos (el 1% más pudiente) y en redistribuir el gasto público hacia la población más vulnerable (el 10% con menores ingresos).

Efectos de la intervención estatal focalizada

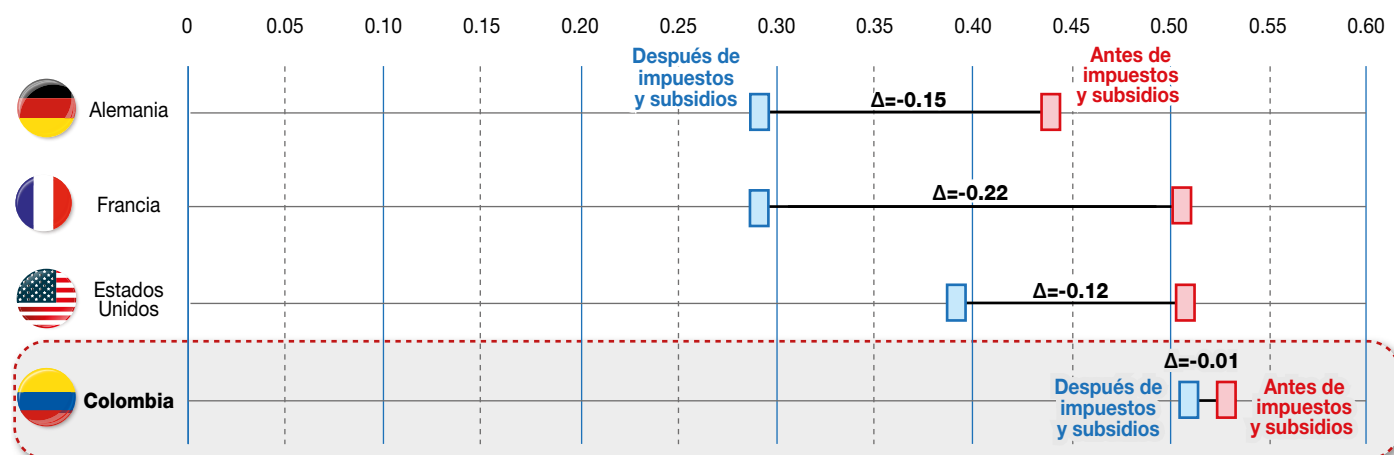
Con base en información homologada por la OCDE, se tiene que actualmente el coeficiente Gini de Estados Unidos es (efectivamente) muy desigual, al arrojar valores de 0.508 (antes de tener en cuenta el

efecto de la tributación progresiva y de los subsidios a los estratos bajos). Pero, al tener en cuenta este doble efecto pro-equidad de la tributación y del gasto público, se encuentra que dicho Gini se reduce a 0.394 (una encomiable reducción de 0.11 puntos en el índice, equivalente a un correctivo del -22% en dicha desigualdad).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1473 del 12 de agosto de 2019.



Gráfico 1. Medición de desigualdad en países desarrollados y Colombia (antes y después de impuestos y subsidios) (Coeficiente de Gini, mín. =0, máx.=1; año 2017)



*0=igualdad perfecta, 1=desigualdad perfecta.

Fuente: cálculos Anif con base en Blinder (2018) y DNP.

Ese registro pro-equidad de Estados Unidos, sin embargo, aún deja mucho que desear si se le compara con lo que ocurre en Francia o Alemania (cuyos Ginis bajan de 0.504 a cerca de 0.294 tras la intervención estatal, registrando correctivos del -43% en dicha desigualdad), ver A. Blinder (2018) *Advise and Dissent* en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_187.pdf.

Por contraste, en el caso de Colombia se tiene actualmente un elevado Gini de 0.52 (no muy diferente del observado en el mundo desarrollado, salvo en Canadá o en los países nórdicos, donde se tienen valores cercanos a 0.44). Pero la gran diferencia estriba en que la labor del Estado colombiano en temas pro-equidad es realmente lamentable.

En efecto, solo recientemente se han adoptado (con la Ley 1607 de 2012 y la Ley 1943 de 2018) esquemas de progresividad tributaria significativos. El problema es que esta progresividad tributaria solo se aplica a

una porción mínima de los estratos altos (principalmente asalariados de altos ingresos). Los trabajadores independientes de altos ingresos suelen esconderlos bajo un complejo tinglado de “empresas fachada”, tanto nacionales como internacionales. De esta manera, se tiene que el recaudo de Imporrenta-Riqueza de los hogares colombianos se mantiene en cifras inferiores al 2% del PIB, frente a un referente del 9% del PIB en países OCDE, ver *Informe Semanal* No. 1469 de julio de 2019.

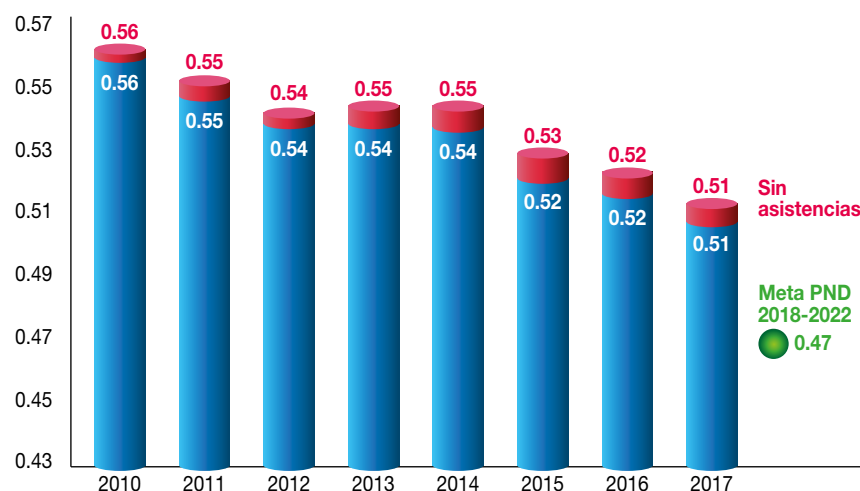
Dicho de otra manera, aunque las leyes tributarias pro-equidad (arriba mencionadas) están ahora bien estructuradas en Colombia, ellas “muerden” casi solo a los asalariados. Por ejemplo, se estima que tan solo unos 500.000 contribuyentes (el 2% de la PEA) terminan pagando tributos adicionales a los valores retenidos en la fuente, y solo el 0.1% de la PEA declara el impuesto patrimonial.

La segunda fase de la intervención estatal pro-equidad, a través del gas-

to público, es aún más lamentable en Colombia. Como ha sido copiosamente documentado, incluyendo el PND 2018-2022, la aplicación de regresivos subsidios pensionales prácticamente anula los subsidios dados a los estratos bajos a través de Familias en Acción (alimentación-salud) o Colombia Mayor (apoyos a ancianos pobres). La aritmética de los inequitativos subsidios lo dice casi todo: mientras que se destina cerca del 4% del PIB por año a las regresivas pensiones que administra Colpensiones, los programas sociales pro-equidad (antes mencionados) no superan el 0.5% del PIB por año. ¿Cómo esperar entonces que ello mueva hacia abajo el Gini desde el 0.52 de Colombia hacia cifras como el 0.394 observado en Estados Unidos o el 0.294 de Francia (ver gráfico 1)?

La triste respuesta es que la intervención estatal de Colombia no mejora casi nada la igualdad, medida a través del Gini. Dicho índice permanece prácticamente en esos

**Gráfico 2. Índice de Gini
(Total nacional sin asistencia, 2010-2017)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y DNP.

“La triste respuesta es que la intervención estatal de Colombia no mejora casi nada la igualdad, medida a través del Gini. Dicho índice permanece prácticamente en esos niveles de 0.52 como resultado de las políticas “Hood-Robin”, las cuales deben alterarse radicalmente a través de una Reforma Pensional Estructural-REP.”

niveles de 0.52 como resultado de las políticas “Hood-Robin”, las cuales deben alterarse radicalmente a través de una Reforma Pensional Estructural-REP (ver http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-libro_reforma_pensional.pdf), ver gráfico 2.

La relación Salario Medio/Salario Mínimo

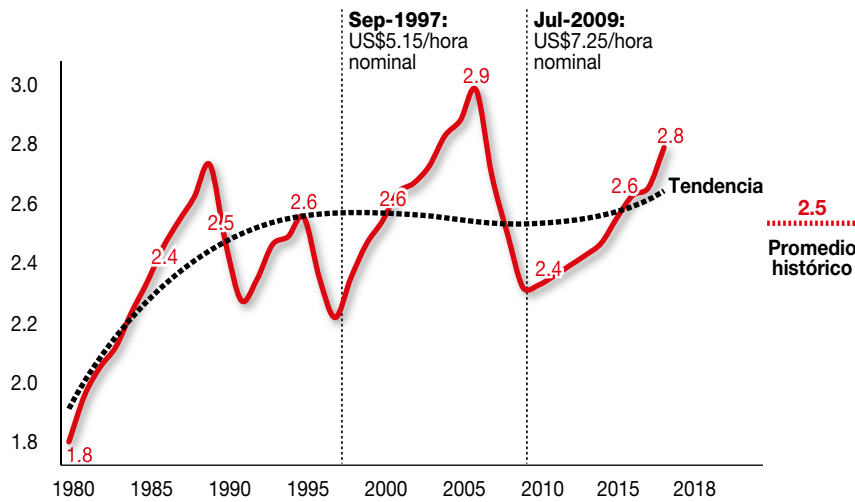
La otra arista del problema de la inequidad tiene que ver con los diferenciales salariales. Con frecuencia se esgrime que el 10% más pudiente ahora tiene ingresos que superan en 13 veces los ingresos del 10% más pobre. Así, esta proporción de inequidad prácticamente se ha duplicado durante los últimos 50 años, en el caso de Estados Unidos. Ello se refleja en un coeficiente Gini que (efectivamente) es muy desigual al arrojar valores de 0.508 en el propio Estados Unidos (según lo arriba señalado).

Sin embargo, vale la pena analizar en detalle la trayectoria de la relación Salario Medio/Salario Mínimo y contrastar lo ocurrido en Estados Unidos (donde el salario medio se ha venido incrementando respecto del mínimo) con lo ocurrido en Colombia (donde el salario medio ha ido convergiendo hacia el salario mínimo).

En el caso de Estados Unidos, las ganancias en productividad, resultantes de la mejor educación, han conllevado a marcados diferenciales salariales. Por ejemplo, el salario medio supera en 2.8 veces el salario mínimo actualmente. Este múltiplo de salario medio por encima del salario mínimo ha escalado de forma significativa respecto al 1.8 que se tenía a principios de los años ochenta (ver gráfico 3).

Pero, además del efecto de impulso al salario medio, por vía de la mayor productividad, ha ocurrido un peligroso estancamiento del salario mínimo en Estados Unidos, el cual lle-

**Gráfico 3. Relación (Salario Medio/SML Federal)
(Estados Unidos; 1980-2018)**



Fuente: cálculos Anif con base en BLS.

va congelado cerca de una década en US\$7.25/hora a nivel federal. Solo durante el período 2015-2019 se han visto cambios legislativos a nivel estatal que están llevando ese salario mínimo a cerca de US\$10/hora, y en varios estados (como los de Washington y California) se perfila fácilmente hacia los US\$12-13/hora (ver The Economist, “*The Federal Minimum Wage is Becoming Irrelevant*”, abril 27 de 2019). Afortunadamente, se percibe que ello no afectará la buena dinámica del mercado laboral, donde se han tenido tasas de desempleo tan bajas como un 3.6% durante 2018-2019 (...récord histórico de “pleno empleo”).

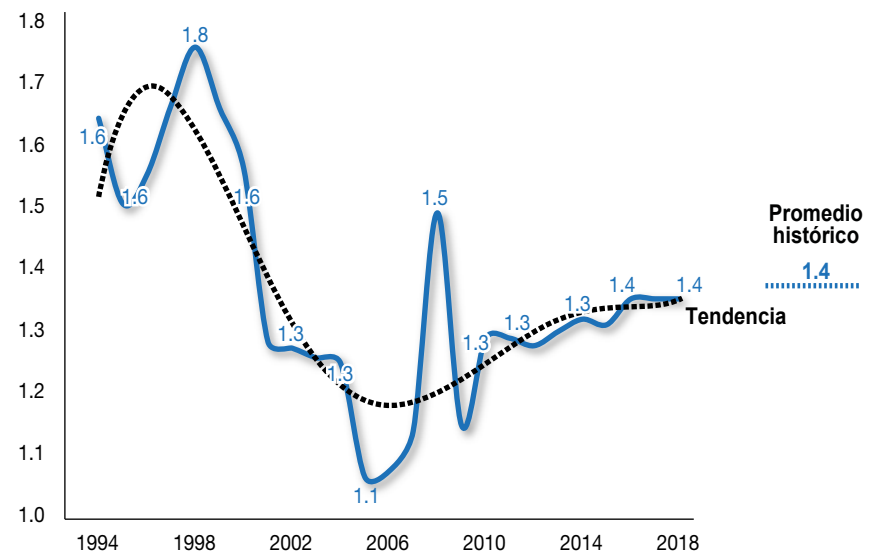
Así, la desigualdad salarial de Estados Unidos ha sido producto de una dinámica competitiva que se explica fundamentalmente por diferencias educativas que, a su vez, se reflejan en productividades bastante disímiles. La buena noticia es que en el caso de Estados Unidos ello ocurre acompañado de “pleno empleo” y crecimiento dinámico del PIB-real

a tasas cercanas a su potencial del 2.5% anual (2013-2019). Más aún, la intervención estatal con tributación progresiva y gastos pro-pobre, como vimos, inclusive ubican el coeficiente Gini de ingresos en un aceptable 0.394.

En todo caso, queda abierto el debate sobre si dicha intervención estatal en Estados Unidos debería ser más pronunciada, tal como ocurre en Europa, donde se tienen Ginis de ingresos de 0.294, como en Alemania o Francia, denotando mayor equidad. A nivel de riqueza, el debate es aún más complejo, pues tanto en Estados Unidos como en Europa Occidental se tienen Ginis de riqueza altos (bordeando el 0.60). Este es un gran debate ideológico entre el enfoque de “señales de mercado” en Estados Unidos vs. “ruido-incertidumbre” en Europa. En cualquier caso, creemos que las “soluciones Piketty” de gravámenes marginales a tasas del 75% apuntan en la dirección errada (ver <http://anif.co/sites/default/files/piketty.pdf>).

Ahora bien, en Colombia se da la paradoja de tener una supuesta “mejor igualdad salarial”, ya que la relación Salario Medio/Salario Mínimo se ha reducido de 1.8 veces a cerca de 1.4 durante las dos últimas décadas (ver gráfico 4). Sin

**Gráfico 4. Relación (Salario Medio/SML)
(Colombia: 1994-2018)**



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

CONCENTRACIÓN DEL INGRESO Y SALARIO MEDIO/MÍNIMO



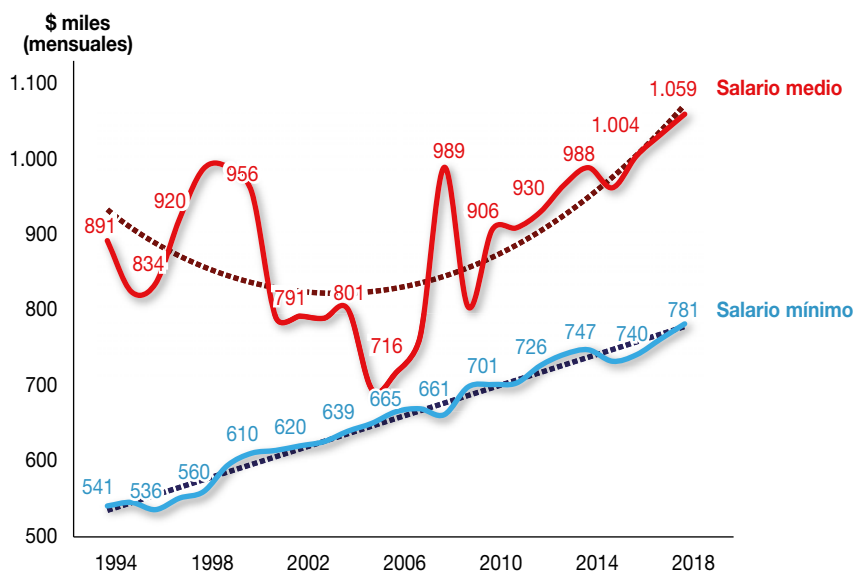
embargo, ello no se ha traducido en mejores resultados laborales ni en mayor equidad. De hecho, Colombia continúa registrando lamentables resultados en informalidad laboral (cercana al 55%) y en elevado desempleo (promediando casi el 10%) durante 2018-2019. Además, el Gini de ingresos de Co-

lombia (0.52) es tan alto como el de Estados Unidos, con el agravante de quedarse prácticamente inalterado tras aplicarse los impuestos directos (afectando solo al 2% de la PEA) y realizar el gasto público (especialmente regresivo en su componente pensional), como ya lo explicamos.

La historia de la mala convergencia del salario medio hacia el salario mínimo en Colombia conlleva historias contrapuestas a lo ocurrido en Estados Unidos. Mientras que la divergencia salarial en Estados Unidos tuvo que ver con el disparo del salario medio y el estancamiento del salario mínimo, en Colombia ocurrió una “compresión” del salario medio por dos razones: i) estancamiento en la productividad laboral (creciendo un 1% real anual durante las dos últimas décadas); y ii) persistencia de los sobrecostos no salariales, que tan solo se han logrado reducir del 63% al 52% (gracias a la Ley 1607 de 2012). Entre tanto, el salario mínimo se ha venido incrementando a ritmos del 1.5% real por año durante las dos últimas décadas, con particular celeridad durante 2016-2018 (llegando al +2.7% real) ver gráfico 5.

En síntesis, mientras que el salario medio en Estados Unidos se aceleró, en línea con la mayor productividad laboral, en Colombia este se ha visto acotado por cuenta de la baja productividad laboral y los elevados costos no salariales. Así, el incremento en la relación Salario Medio/Salario Mínimo del 1.8 al 2.8 en Estados Unidos es un efecto del numerador, mientras que en Colombia es un efecto del denominador, producto del incremento del salario mínimo por encima de las posibilidades que nos daba su productividad laboral. Mientras que Estados Unidos disfruta de pleno empleo y relativa equidad (tras la intervención estatal), en Colombia sufrimos de compresión del salario medio respecto al mínimo y, paradójicamente, alta inequidad ante el fracaso en la intervención estatal. 

Gráfico 5. Evolución Salario Medio y SML (Colombia; Pesos constantes de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

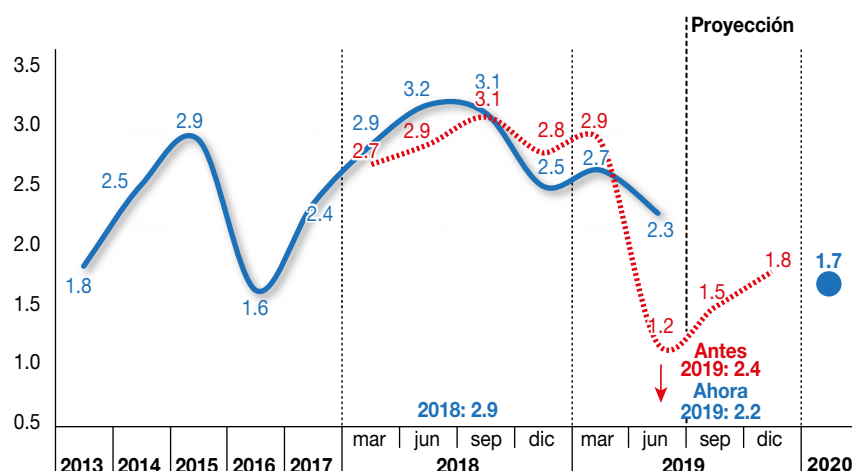
Vaivenes financieros globales y sus implicaciones 2019-2020 *

La economía global ha venido experimentando cambios drásticos desde finales de 2018 y estos han tomado particular virulencia en esta segunda mitad de 2019. Recordemos que, durante el último trimestre de 2018, los mercados de renta variable del mundo desarrollado (G7) experimentaron desvalorizaciones que acumularon pérdidas por un -10% en 2018, mientras que los del mundo emergente perdieron un -19%. Esto implicó que el índice S&P-500 regresara a sus niveles de mediados de 2017, mientras que los índices del mundo emergente regresaron a sus niveles de mediados de 2016.

Así, en los inicios de este 2019 se temía (al decir de JPMorgan) que la economía de Estados Unidos estaría experimentando un temible recalentamiento macroeconómico del 4% (inflación) x 4% (tasas de interés) x 4% (crecimiento). No obstante, esta lectura macroeconómica ha cambiado drásticamente a lo largo de 2019 hacia perspectivas actuales de solo el 2% (inflación) x 2% (tasas de interés) x 2% (crecimiento), ver gráficos 1 y 2.

Como resultado de lo anterior, el Fed optó por reducir su tasa repo en 25pb hacia finales de julio y se tiene una alta probabilidad de que recorte otros 25pb en septiembre, intentando contener el deterioro macroeconómico resultante, princi-

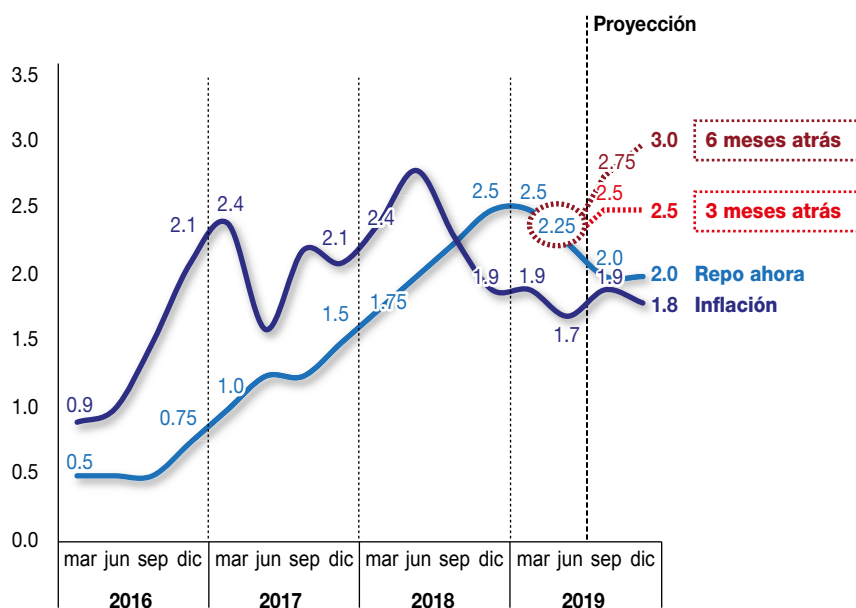
Gráfico 1. Crecimiento PIB-real en Estados Unidos (Variación % anual)



Fuente: cálculos Anif con base en BEA, FMI y JPMorgan.

* Corresponde al Informe Semanal No. 1474 del 20 de agosto de 2019.

Gráfico 2. Inflación y tasa repo en Estados Unidos (%)



Fuente: elaboración Anif con base en BLS, Fed y JPMorgan.

palmente, de la “guerra comercial” entre Estados Unidos y China. No sobra señalar aquí que esta “guerra autoinfligida” por parte de Trump está deteriorando no solo su posición fiscal (menores recaudos), sino también su cuenta externa (aggravándose su déficit comercial, especialmente en los frentes de granos y tecnología).

Así, será poco el efecto de revitalización económica proveniente de estas bajas en las tasas de interés del Fed, especialmente cuando Trump ha seguido agravando la situación al escalar los sobre-aranceles a otros US\$300.000 millones de bienes-servicios de comercio con China (cubriendo, desde diciembre de 2019, la totalidad del comercio con China de US\$550.000 millones con sobre-aranceles en el rango 10% al 25%).

Como veremos, las rentabilidades de los portafolios globales están

bajo sería amenaza, pues la renta variable de los desarrollados difícilmente estará superando el 10% (quedando en cero su rentabilidad acumulada en 2018-2019) y la de los emergentes estaría por otro 10% (quedando con pérdidas del -10% acumuladas en 2018-2019). La situación es aún más complicada para la renta fija de desarrollados (tanto de deuda soberana como de corporativos), pues se tienen retornos negativos-reales por tercer año consecutivo, generándose lo que se ha denominado “el hoyo-negro de la renta fija”. Se salvaría únicamente la renta fija pública de los emergentes, pero ello tiene como contrapartida que detrás de esa búsqueda por retornos positivos al 3%-4% real se están tomando altos riesgos, aun en los pocos países que han logrado mantener su calificación de “Grado de Inversión” (siendo este el caso de Colombia vs. Turquía, Brasil o Argentina que lo han perdido desde hace ya varios años).

Agravamiento financiero global

El problema es que la tendencia hacia reducir las tasas de interés del mundo desarrollado (más las eventuales inyecciones de liquidez) difícilmente logrará evitar la fase recesiva que se ve venir hacia 2020 (afectando ya a Alemania, Italia, Brasil y México). Se estima que Estados Unidos estará creciendo solo un 2.2% en 2019 y cerca del 1.5% en 2020 (con probabilidad recesiva cercana al 40%). Algo similar ocurre en Europa, con crecimientos cercanos al 1% tanto en 2019 como en 2020 (donde han entrado en cuasi recesión Alemania, Italia y Gran Bretaña). Así, la economía mundial tan solo crecerá cerca del 3% en 2019 y 2020 vs. el 3.7% logrado en 2018.

Hemos venido mencionando que la política monetaria contracíclica inicia sus correctivos partiendo de niveles estrechos y pronto se encontrará con tasas de interés nominales muy bajas. Esta situación de bajo poderío de la política monetaria estará generando tres problemas financieros con alto potencial disruptivo a nivel global: i) estrechamiento de los márgenes financieros bancarios; ii) escalamiento de los créditos corporativos apalancados (*leveraged loans*); y iii) rentabilidades cada vez más bajas en los fondos de pensiones globales, ver *Comentario Económico del Día* 4 de julio de 2019. Veamos algunas de sus implicaciones.

Recalentamiento crediticio en Estados Unidos (2.0)

Decíamos al finalizar el año anterior que la dinámica crediticia-bancaria

de Estados Unidos mostraba expansiones más bien moderadas del 3% anual, pero (al mismo tiempo) preocupantes en algunos sectores corporativos. A diez años de la quiebra de Lehman, esta moderación en las expansiones crediticias tiene explicaciones relacionadas con: i) las mayores exigencias de la nueva plantilla regulatoria de Basilea-III; y ii) la expansión del llamado “crédito privado”, donde ahora juega un papel importante el *Private Equity* (ver *Comentario Económico del Día* 22 de noviembre de 2018).

La preocupación crediticia en Estados Unidos tiene que ver con los llamados “préstamos apalancados” (*Leveraged Loans*-LL). Así lo han venido alertando el Fed y el FMI; anteriormente lo había hecho Yellen (de salida) y, ahora, Powell ha repicado sobre sus riesgos financieros.

Los analistas continúan evaluando su potencial de riesgo sistémico. De una parte, se dice que el monto de los LL (US\$1 billón) es hoy equivalente al de la deuda hipotecaria *subprime* de 2007 y con ribetes relevantes en Europa. Pero, de otra parte, se afirma que su estructuración es tal vez menos riesgosa que aquella, en tanto su deterioro no ha superado el 10% en momentos de tensión. No obstante, hacia el futuro será crucial computar adecuadamente las “ganancias esperadas” y evaluar la peligrosa práctica de llevar el monto de las deudas corporativas más allá de múltiplos de 6 veces el EBITDA en cerca del 30% de los nuevos créditos.

Dichos LL son, en esencia, préstamos (usualmente sindicados) que se otorgan a compañías con elevados niveles de apalancamiento *ex ante*. Adicionalmente, dichos créditos son “descuartizados” en diferentes por-

ciones de riesgo crediticio y “re-empaquetados” en los consabidos *Collateralized Loan Obligations* (CLOs). Es evidente que se están repitiendo las prácticas que incubaron la crisis hipotecaria durante 2001-2007. Tal vez la diferencia proviene de los gestores de dichos CLOs, pues ahora están en cabeza de los grandes fondos (Hedge-Funds) y del *Private Equity* (ver *The Economist*, “American Corporate Debt”, marzo 16 de 2019).

Las originaciones y desembolsos de dichos LL han alcanzado elevados niveles cercanos a los US\$800.000 millones por año durante 2017-2018, llevando ese *stock* crediticio-empresarial hacia niveles récord superiores a US\$1 billón. Nótese cómo la laxitud de la política monetaria del Fed, durante 2009-2018, ha implicado inflar estos canales crediticios, incluyendo los préstamos a estudiantes, para adquirir automóviles y múltiples tarjetas de crédito.

Con las recientes bajas en la tasa del Fed (probablemente cerrando en un 2% este 2019), se le ha dado un segundo aire crediticio a este sobreapalancamiento corporativo. Sin embargo, esto nos recuerda el “segundo aire” crediticio que dio el Fed durante 2001-2006, por cuenta de las señales recesivas y de los ataques terroristas, lo cual todos sabemos ahora que salió muy mal al generarse la llamada Gran Recesión de 2009-2013.

Los usos corporativos de dichos dineros-LL son variados. Cerca de un tercio se ha destinado al manejo del pasivo-refinanciamiento de deuda, dejando otra porción al propio *Private Equity* para incrementar sus pagos de dividendos. Sin embargo, la mayor parte de los recursos-LL

“Esta situación de bajo poderío de la política monetaria estará generando tres problemas financieros con alto potencial disruptivo a nivel global: i) estrechamiento de los márgenes financieros bancarios; ii) escalamiento de los créditos corporativos apalancados (*leveraged loans*); y iii) rentabilidades cada vez más bajas en los fondos de pensiones globales.”

se ha dedicado a fondear el auge de fusiones-adquisiciones en el Mercado de Capitales de Estados Unidos durante el último quinquenio.

En la proliferación de dichos LL han jugado factores tanto del lado de la oferta (financiadores-inversionistas) como de la demanda (deudores). En efecto, su provisión de recursos explota factores como: i) favorables retornos del orden del 5%-6% anual durante 2008-2018; ii) protección financiera al estar la mayoría de dichas carteras pactadas a tasas de interés variable; y iii) buenos colaterales, dándole al prestamista *seniority* crediticio en caso de *default*. En el caso de la demanda (deudores), han resultado atractivos sus períodos iniciales con bajas tasas de interés y la relativa facilidad de repago y baja carga en su “tramitología administrativa”.

Implicaciones financieras

El problema de este auge crediticio no convencional es que causa deterioro en los estándares de originación, siguiendo la teoría de excesos financieros de Minsky. Ello ha sido particularmente evidente en la reducción de los llamados *covenants* (protecciones crediticias), los cuales generalmente implican requerimientos de pisos en la relación EBITDA/deuda o EBITDA/intereses de las firmas deudoras. Esta proliferación de los LL ha generado los llamados *covenant-lite*, lo cual ha implica-

do menores tasas de recuperación de cartera. Estimaciones recientes sugieren “*hair-cuts*” que duplican la práctica internacional.

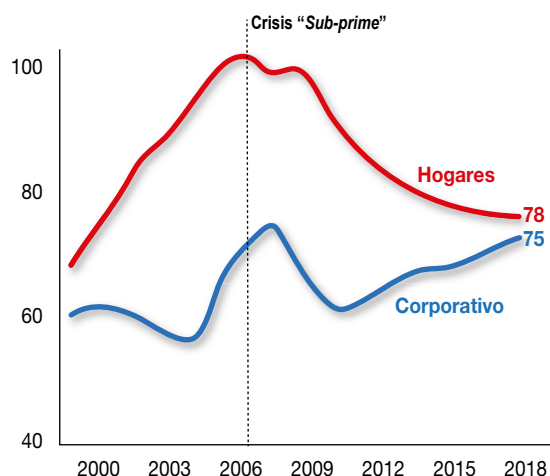
Lo que ha estado detrás de esta sobre-expansión crediticia corporativa ha sido el afán bancario por compensar el desplome del endeudamiento de los hogares, cayendo el *stock* de niveles del 100% del PIB hacia cerca del 80% del PIB durante la última

década (por las razones regulatorias arriba señaladas), ver gráfico 3. Como se observa, la expansión ha sido en el crédito corporativo y con las características *covenant-lite* (ya discutidas). Actualmente, los retornos de los LL son tan altos como los de los bonos de alto riesgo, señal de que allí algo se está “cocinando”, tal como ocurrió en el preámbulo de los CDSs de 2006-2007 que habrían de conducir al “gran corto”, ver Lewis (2011), http://anif.co/sites/default/files/lewis_0.pdf.

Los montos de lo que allí “se está cocinando” no son nada despreciables, si se tiene en cuenta que los LL ya representan cerca del 6% del PIB de Estados Unidos, casi el doble de la cifra de 2010, y que los CLOs también se han incrementado a valores cercanos al 2.5% del PIB, ver gráfico 4.

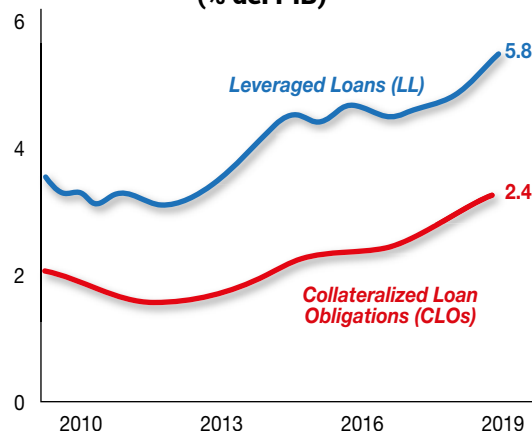
Por último, cabe señalar que la información más reciente en Estados Unidos indica que el grueso de la mayor liquidez proveniente de los recortes en tasa del Fed se está yendo no hacia nueva inversión productiva (que era lo que se buscaba), sino a continuar el apalancamiento corporativo (arriba discutido) y hacia la recompra de acciones. Esto último difícilmente revitalizará la demanda agregada y de allí que los inversionistas más cautos estén en “modo liquidez” (de hecho, frenando sus inversiones), a la espera de ver cómo se “soluciona” este nuevo intento del Fed de evitar un barrigazo macrofinanciero tras diez años de continua expansión desde la crisis de Lehman en 2008-2009. ANIF

Gráfico 3. Deuda en Estados Unidos (% del PIB)



Fuente: The Economist.

Gráfico 4. Leveraged Loans y Collateralized Loan Obligations en Estados Unidos (% del PIB)



Fuente: The Economist.

PIB-real segundo trimestre de 2019 y revisión de pronósticos *

El Dane reveló recientemente que el PIB-real de Colombia se había expandido a un ritmo del 3% anual durante el segundo trimestre de 2019, cifra apenas marginalmente superior al 2.9% observado un año atrás. Si bien esta cifra estuvo en línea con las expectativas del mercado (2.8%), ella se ubicó por debajo del pronóstico (3.2%-3.7%) que avizoraba Anif con base en indicadores líderes de un trimestre atrás, ver ALI No. 142 de junio de 2019. Más aún, este dato implicó un crecimiento de solo un 3% anual durante el primer semestre de este año, tan solo ligeramente superior al promedio quinquenal del 2.8%, aunque sí representa algo de aceleración respecto del 2.5% anual del primer semestre de 2018.

Tuvo buen desempeño el sector de comercio-transporte-turismo (4.8% observado vs. 4% proyectado), impulsado especialmente por el comercio (4.8% vs. 3.6% un año atrás). También cabe destacar el repunte que registraron las actividades financieras (4.6% vs. 3.4% un año atrás), exhibiendo una aceleración en la cartera de consumo (7.8% real a mayo) y una recuperación en la cartera comercial (1%).

Pero continuaron con pobres desempeños los sectores de construcción, industria, minería y agro. La construcción (0.6% observado vs. 3.2% proyectado) mostró una contracción en la actividad edificadora (-5.6% vs. -5.5% un año atrás), lo cual no

logró ser compensado por el buen repunte de las obras civiles (+13.9% vs. -5.4%). De forma similar, la industria (0.6% observado vs. 3% proyectado) se vio negativamente afectada por la desaceleración en la manufactura de alimentos-bebidas (0.3% vs. 6.2% un año atrás). En el caso de la minería (1.2% observado vs. 3.5% proyectado) se tuvo un pobre resultado en la extracción de carbón (-4.4%). Y, en el caso del agro (1.5% observado vs. 3% proyectado), se tuvo mal desempeño en los cultivos transitorios (1.4%

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1475 del 26 de agosto de 2019.



vs. 5.2% un año atrás), afectados además por los problemas de la vía al Llano y los paros indígenas en el suroccidente del país.

Para el segundo semestre del año, proyectamos expansiones cercanas al 3% con base en nuestro Anif-Leading-Index (ALI), luego es probable que se tenga un crecimiento del 3% para 2019 (como un todo). Así, *Anif está reduciendo su pronóstico de crecimiento desde el 3.3% hacia este 3% para 2019. De forma similar, y debido al efecto recesivo global resultante de la guerra comercial y del desplome del precio del petróleo, Anif también está revisando a la baja su pronóstico de crecimiento del 3.5% hacia un 3.3% en 2020.*

La reciente turbulencia macro-financiera estará implicando: i) precios del petróleo de US\$64/barril-Brent promedio (vs. US\$71 en 2018); ii) una devaluación peso-dólar cercana al 10% promedio-año; y iii) una inflación en el rango 3.5%-3.8%, producto del *pass-through* cambiario y del escalamiento en la inflación de alimentos. Esto último podría obligar al Banco de la República (BR) a subir pronto su tasa repo en +25 puntos básicos (pb), llevándola al 4.5%, ver *Comentario Económico del Día* 13 de agosto de 2019.

Como resultado del menor crecimiento respecto de nuestra proyección anterior, Anif estima que la tasa de desempleo nacional estará en el rango 10%-10.5% promedio-año, dado el deterioro de +0.9 puntos porcentuales (pp) observado durante el primer semestre de 2019. En ello han jugado negativamente el ajuste en el SML (+3pp reales) y la menor generación de empleo (-0.6pp en el primer semestre del año).

Análisis por el lado de la oferta

Tal como decíamos, el crecimiento del segundo trimestre de 2019 estuvo liderado por el comercio-transporte-turismo (4.8% vs. 3.7% un año atrás) y las actividades financieras (4.6% vs. 3.4%), ver gráfico 1. En el primer caso, el sector se vio impulsado por el rubro de comercio (4.8% vs. 3.6%). En el caso de las actividades financieras, confluyeron la marcada aceleración del crédito de consumo (7.8% en mayo vs. 5.3% un año atrás) y un leve repunte de la cartera comercial (creciendo al 1%).

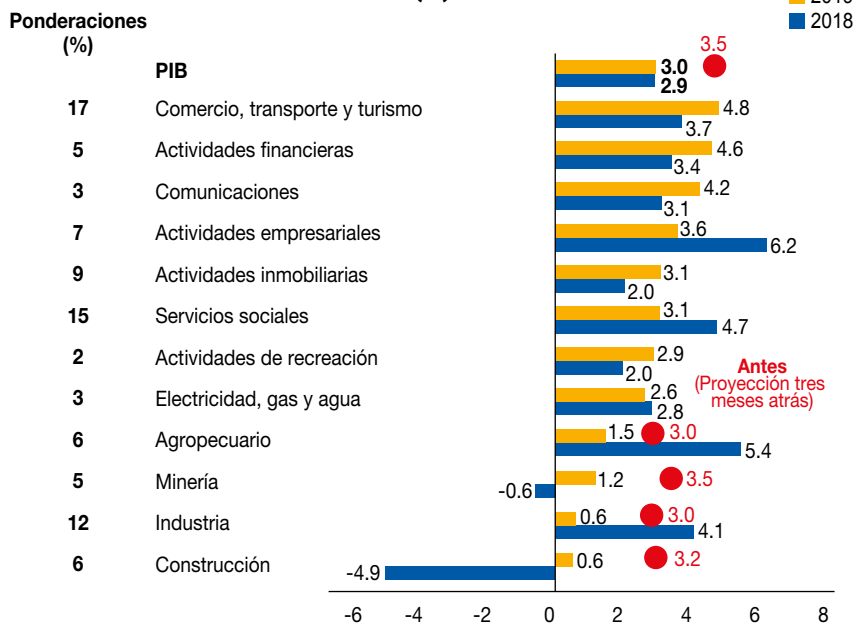
Las actividades empresariales (3.6% vs. 6.2% un año atrás) mostraron desaceleración, probablemente como resultado de los menores precios del petróleo (US\$65/barril-Brent promedio en enero-agosto de 2019 vs. US\$72 un año atrás). Los

servicios sociales (3.1% vs. 4.7%) se vieron negativamente afectados por las restricciones fiscales (con \$10 billones congelados del PGN, equivalentes a un 1% del PIB). Gracias al buen ritmo de recaudo tributario del primer semestre (creciendo al 10%), el Ministerio de Hacienda anunció que estaría descongelando parte de esos recursos para el segundo semestre del año.

El sector de electricidad-gas-agua (2.6% vs. 2.8% un año atrás) tuvo una ligera desaceleración, en línea con el pobre crecimiento de la industria (0.6% vs. 4.1%). Sorprende que el sector industrial no haya podido aprovechar la devaluación pro-exportadora (14% anual durante el segundo trimestre de 2019).

El sector agropecuario no logró recuperarse de su mal arranque de año (1.5% vs. 5.4% un año atrás), atribuible a la crisis de rentabilidad

Gráfico 1. Crecimiento anual del PIB por oferta
Segundo trimestre de 2019 vs. 2018
(%)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

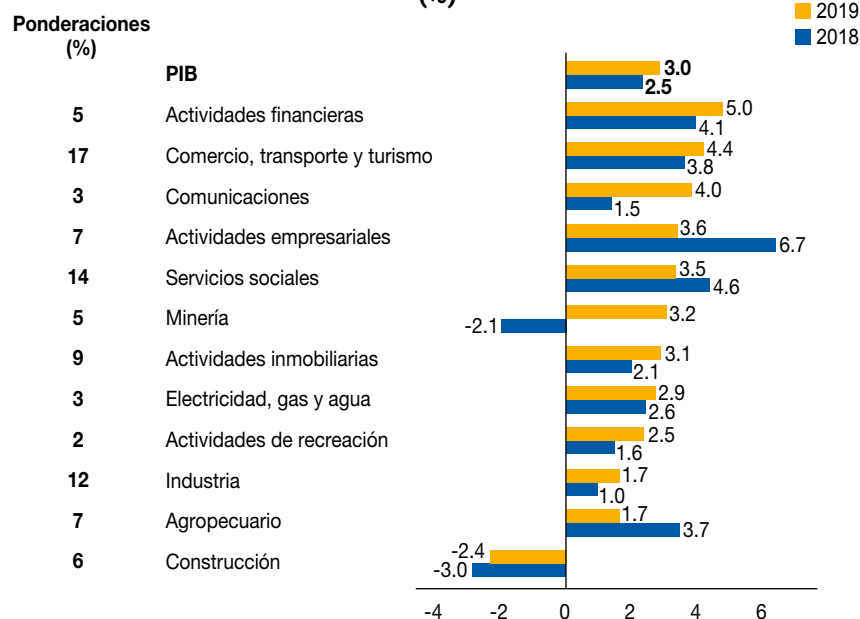
del sector y a los problemas del cierre de la vía al Llano. En particular, se vieron comprometidos los cultivos transitorios (+1.4%) por la menor cosecha arrocerá (-1.2%). La minería (+1.2% vs. -0.6%) también tuvo un crecimiento mediocre. La mayor producción petrolera (bordeando los 900Mbpd) se vio opacada por la menor extracción de carbón (-4.4%). El Cerrejón se vio forzado a operar intermitentemente debido a la mayor emisión de gases contaminantes asociados al clima seco.

Particular preocupación encierra la postración del sector de la construcción (+0.6% vs. -4.9% un año atrás). Las edificaciones (-5.6%) continúan con exceso de inventario en segmentos No-VIS, comercial y de oficinas, aunque en estas últimas ha empezado a caer la tasa de vacancia (pasando del 18% en 2018 al 15% en junio de este año en Bogotá). El parte positivo

del sector de la construcción vino por el lado de las obras civiles (+13.9%). Aquí se ha tenido un positivo efecto proveniente de la aceleración de las obras urbanas ante los cambios que se avecinan con las elecciones territoriales de noviembre de este año.

Así, el PIB-real de Colombia ha venido creciendo a ritmos del 3% anual durante este primer semestre de 2019, por debajo de las expectativas del 3.5% que se tenían, pero aun así representa una aceleración frente al 2.5% observado un año atrás. En el acumulado año, los sectores líderes han sido las actividades financieras (5% vs. 4.1% un año atrás), el comercio-transporte-turismo (4.4% vs. 3.8%) y las comunicaciones (4% vs. 1.5%). Por contraste, los sectores de peor desempeño han sido la construcción (-2.4% vs. -3%), el agro (+1.7% vs. +3.7%) y la industria (+1.7% vs. +1%), ver gráfico 2.

**Gráfico 2. Crecimiento anual del PIB por oferta
Enero-junio de 2019 vs. 2018
(%)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Análisis por el lado de la demanda

La demanda interna creció un 4.2% anual durante el segundo trimestre de 2019 (vs. 4.1% un año atrás). Allí se observó un favorable desempeño en el consumo privado (4.6% vs. 4% un año atrás), aunque este luce poco sostenible dado el deterioro en el mercado laboral (antes comentado), el elevado apalancamiento de los hogares (tan alto como un 38% del ingreso disponible) y la baja confianza de los consumidores (estancada en el plano negativo).

La Formación Bruta de Capital Fijo (4.3% vs. 0.4% un año atrás) mostró un importante repunte como resultado del buen desempeño de las obras de infraestructura (ya comentado). En línea con las afugias fiscales, el consumo del gobierno se desaceleró a tan solo un 1.9% anual (vs. 6.3% un año atrás). Esto ratifica la limitación fiscal por cuenta del congelamiento de un 1% del PIB de gasto público.

En el frente externo, los volúmenes importados registraron un crecimiento del 8.2% anual en el segundo trimestre de 2019 (vs. 7.8% un año atrás). El crecimiento de maquinaria importada se ha concentrado en rubros de equipo de transporte. Por su parte, los volúmenes de bienes exportados se desaceleraron hacia el 3% anual (vs. 5.7%).

En el acumulado enero-junio de 2019 se observaron resultados similares (ver gráfico 3). La demanda interna se expandió a tasas del 4.3% anual (vs. 3.7% un año atrás), por cuenta de la aceleración en el consumo privado (4.6% vs. 3.8%) y de la inversión (4.3% vs. 3.3%). El gasto del gobierno creció solo un 2.5%

PIB-REAL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2019 Y REVISIÓN DE PRONÓSTICOS

(vs. 5.5%). Finalmente, el sector externo presentó expansiones del 3.5% en las exportaciones (vs. 2.6% un año atrás) y del 8.9% en las importaciones (vs. 4.6%).

Conclusiones

Hemos visto cómo la economía colombiana mostró una leve recuperación al expandirse un 3% anual durante el segundo trimestre de 2019 (vs. 2.9% un año atrás). Dado que dicha cifra se situó por debajo de nuestro rango de pronóstico, y teniendo en cuenta las señales menos favorables provenientes de los mercados internacionales, Anif ha optado por reducir su pronóstico de crecimiento para el año 2019 (como un todo) hacia el 3% (vs. la estimación anterior del 3.3%). También estamos revisando a la baja nuestro pronóstico para el año 2020, llevándolo desde el 3.5% hacia un 3.3%. Aun así, Colombia (3%) estaría creciendo por encima del promedio de América Latina (0.8%) y solo sería superada por Perú (3.4%).

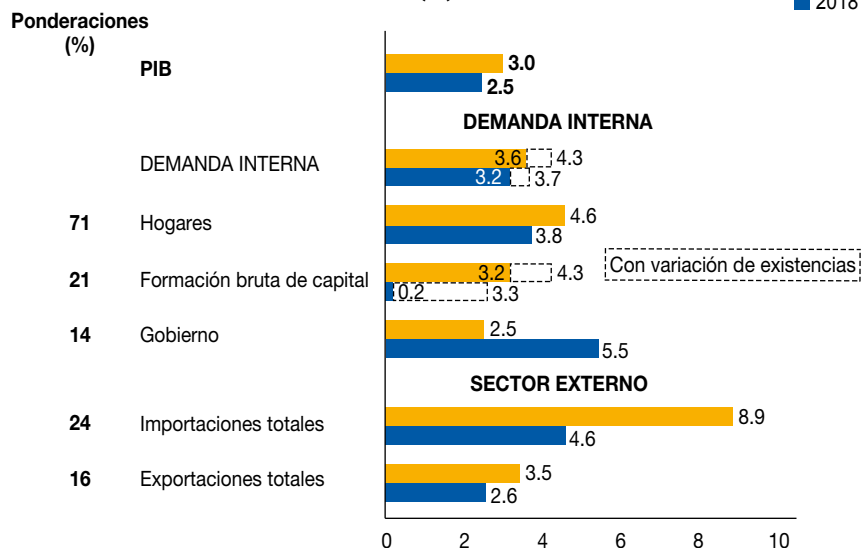
A nivel sectorial, nuestras proyecciones se verían modificadas así: i) la industria crecería un 2% (vs. 2.6% antes); ii) el agro estaría en el 1.6% (vs. 2.4% antes); y iii) la construcción crecería tan solo un 0.3% (vs. 1% antes), ver gráfico 4.

Si bien Colombia muestra “aguantar” frente a la guerra comercial global, retomar la senda del crecimiento acelerado hacia la franja del 3.5%-4% anual nos está tomando más tiempo de lo esperado. Y lo malo es que esto ocurre en medio de un marcado deterioro del mercado laboral y elevada incertidumbre sobre la inminencia de una recesión

global en 2020. Además, es probable que el BR deba incrementar su tasa repo en +25pb antes de finalizar este año para contener la

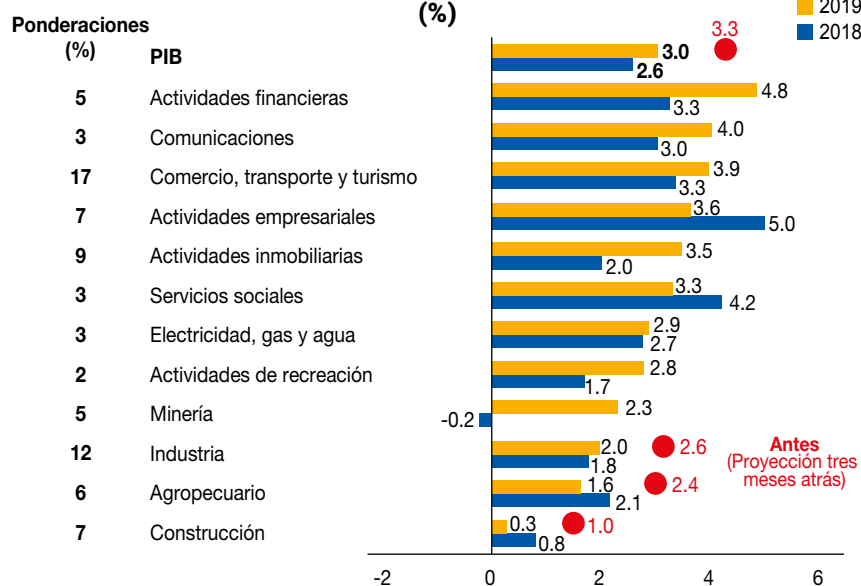
inflación en un 3.5%, todo lo cual dibuja un entorno macro-financiero desafiante para Colombia durante 2019-2020. **ANIF**

**Gráfico 3. Crecimiento anual del PIB por demanda
Enero-junio de 2019 vs. 2018**
(%)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Gráfico 4. Crecimiento anual del PIB por oferta
Proyectado 2019 vs. 2018**
(%)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fondeo Bancario y Mercado de Capitales *

La naturaleza del negocio bancario

La esencia de la “intermediación bancaria” descansa sobre la licencia que le otorga el Estado a entidades financieras para operar como captadores de dinero con el propósito de que dichas entidades lo pongan a disposición de los demandantes de crédito. De una parte, esa intermediación cumple los propósitos de preservar el ahorro del público y, de otra parte, reciclar esos dineros hacia inversiones de mediano plazo que de otra manera no sería posible financiar. Esto da origen al llamado “multiplicador monetario” y le permite al Banco Central operar su política monetaria de forma contra-cíclica.

Sin embargo, la canalización del ahorro del público hacia las inversiones más rentables, mediante la llamada “Transformación de Madurez Crediticia”, tiene sus limitaciones de tiempo y consideraciones de riesgo (fondeándose a corto plazo y colocando dichos recursos a largo plazo). Es difícil financiar

por esta vía proyectos de larga maduración, pues excesos de apalancamiento ponen en riesgo la solidez del capital bancario bajo momentos de tensión financiera. Y, además, se tienen limitaciones de exposición sectorial, por ejemplo, frente a obras de infraestructura donde los imprevistos abundan.

De allí que los reguladores financieros a nivel global pongan limitaciones de exposición crediticia según horizontes de inversión y modalidad del crédito. Por ejemplo, el corazón de Basilea III descansa sobre la idea de: i) requerimientos mínimos en la relación patrimonial calculada como Capital Disponible / “Activos Ponderados por Riesgo”, donde el denominador de esta relación suele ser castigado en inversiones con horizontes largos y en negocios de mayor riesgo; y ii) lograr mayor estabilidad en las fuentes de fondeo mediante la preferencia regulatoria por depósitos e instrumentos de largo plazo.

* Corresponde a *Enfoque* No. 102 de agosto de 2019.

Esta edición de *Enfoque* está dedicada a analizar el fondeo bancario en Colombia durante la última década, a la luz de las lecciones regulatorias aprendidas globalmente tras la crisis financiera de 2008. Como veremos, el sistema financiero de los países desarrollados ha virado hacia fuentes de fondeo más estables (particularmente depósitos del público), en detrimento de elementos volátiles de mercados de corto plazo. Los sistemas bancarios de América Latina continúan mostrando una alta dependencia del fondeo a través del dinero transaccional (cuentas a la vista), pero existen grandes oportunidades de profundización financiera recurriendo también al financiamiento a través de la emisión de bonos corporativos vía Mercado de Capitales. Como veremos, los mayores obstáculos para moverse de forma más decidida en esa dirección tienen que ver principalmente con: i) mayores trámites de estructuración-colocación de bonos (vs. el financiamiento más expedito vía CDTs); ii) costos de emisión más altos, aunque han venido disminuyendo en los últimos años; y iii) algu-

nas asimetrías regulatorias. Avanzar en la solución de dichos obstáculos permitiría un mejor aprovechamiento de las ventajas del fondeo vía bonos en términos de diversificación de fuentes y potencial aprovechamiento del *trade-off* plazo-monto. Veamos esto con mayor detalle.

Lecciones sobre fondeo bancario tras la crisis de Lehman (2008-2009)

Han sido ampliamente estudiados los múltiples factores que desencadenaron la crisis financiera de 2008-2009 (ver Blinder, 2013, “*After the Music Stopped*”), siendo los principales: i) excesos de apalancamiento hipotecario, tras recurrir a dudosas prácticas de originación crediticia y titularizaciones sin dolientes financieros; ii) bajas disponibilidades de capital tangible; iii) falta de liquidez bancaria por excesiva dependencia del *wholesale funding* de corto plazo; iv) existencia de un mercado financiero paralelo basado en un oscuro “arbitraje regulatorio” (*Shadow y*

Non-Banks); y v) proliferación de múltiples mercados de derivados con manejos contables opacos.

Particularmente relevante resulta ser ese elevado apalancamiento del sector financiero y su volátil fondeo de corto plazo. En efecto, durante 2002-2008, los bancos de Estados Unidos fondeaban sus “apuestas” hipotecarias con repos tripartitos, derivados de papeles comerciales y del *money-market*. Ante el estallido de la burbuja hipotecaria, estos recursos del *wholesale funding* se secaron e hicieron evidente la falta de capital tangible (ver Bernanke, Geithner y Paulson, 2019, “*Firefighting*”).

La plantilla regulatoria de Basilea III vino a corregir parte de dichas deficiencias en el fondeo, complementando los consabidos requerimientos en materia de capital (tanto en su cantidad como en su calidad y vocación de permanencia-absorción de pérdidas, ver *Comentario Económico del Día* 17 de julio de 2018). En particular, en esos temas de fondeo, se establecieron requerimientos

Cuadro 1. Ponderadores del “Fondeo Estable de Largo Plazo”

Ponderadores	Componentes de Fondeo
100%	Capital Tier 1, Capital Tier 2 (excluyendo instrumentos con madurez efectiva menor a un año). Otros instrumentos con madurez efectiva a un año o más. Préstamos y pasivos garantizados y no garantizados (incluye depósitos a término) con madurez efectiva a un año o más.
95%	Cuentas de alta rotación, depósitos con ingresos periódicos (Ej. Cuentas de nómina). Depósitos con madurez menor a un año ofrecidos por clientes minoristas y de pequeñas y medianas empresas (Pyme).
90%	Depósitos a la vista, alta rotación.
50%	Créditos de otras entidades con madurez menor a un año (entidades financieras, Banco Central, Gobierno Central y multilaterales).
0%	Otros pasivos sin madurez establecida. Derivados.

Fuente: elaboración Anif con base en BIS.

de: i) el *Liquidity Coverage Ratio* (LCR, o Coeficiente de Cobertura de Liquidez), estableciendo niveles mínimos de activos líquidos para fondear obligaciones durante períodos de estrés de 30 días; y ii) el *Net Stable Funding Ratio* (NSFR, o Coeficiente de Financiación Estable Neta), precisamente requiriendo niveles mínimos de fondeo “estable” para mitigar esos expedientes de potenciales corridas de recursos en las entidades financieras en períodos de estrés.

Este último NSFR (= Financiamiento Estable *Disponible*/Financiamiento Estable *Requerido*) busca inducir el fondeo hacia fuentes más estables, básicamente depósitos del público (hogares y firmas). Allí se considera la “calibración” del fondeo con base en: i) *plazos*, siendo más estables los pasivos de largo plazo que los de corto plazo; y ii) *tipo y contraparte*, siendo más estables los depósitos de clientes minoristas y pequeñas empresas, que el financiamiento mayorista-*wholesale* (ver cuadro 1).

A continuación veremos las implicaciones de estos cambios estructurales sobre el negocio bancario, evidenciándose una recomposición en sus fuentes de fondeo durante la última década.

Evolución del fondeo bancario global

Países desarrollados

• Estados Unidos

El gráfico 1 muestra cómo el fondeo bancario en Estados Unidos se ha volcado hacia los depósitos del público, pasando su participación en el total del fondeo del 55% en 2007 hacia el 70% en 2017. Ello ha ido en detrimento del fondeo de corto plazo (reduciéndose del 20% al 8% entre 2007-2017) y, en menor medida, del financiamiento vía bonos (del 15% al 12% durante dicho período). Ello ha implicado reducciones en el indicador de préstamos/depósitos (*loan-to-deposits*), el cual es seguido de cerca

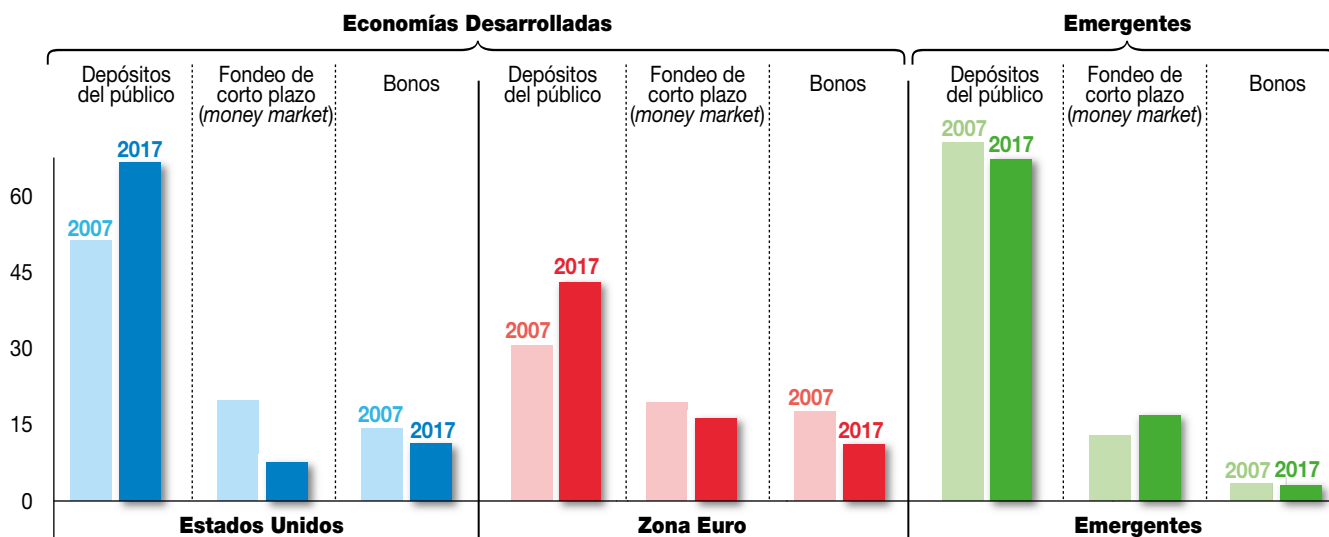
por las calificadoras de riesgo. Nótese cómo este último ha bajado desde un 90% en 2007 hacia el 55% en 2017.

• Zona Euro

La recomposición del fondeo de los bancos en Europa ha sido más pronunciada, dada su mayor concentración en fondeo vía bonos en Mercado de Capitales antes de la crisis (llegando a niveles del 20% del total vs. valores cercanos al 10% en Estados Unidos). Allí el fondeo bancario vía depósitos se ha elevado desde el 30% en 2007 al 45% en 2017, probablemente siendo una fuente de “tensión financiera” adicional para el sistema bancario de la Zona Euro.

Lo anterior explica por qué los bonos han venido perdiendo participación al interior del fondeo bancario, tal como ha ocurrido en Alemania (23% en 2013 vs. 21% en 2018) y Francia (26% vs. 22%). Esto ha implicado reducciones en la relación préstamos/depósitos hacia niveles del 102% al corte de 2017 (vs. el 110%

Gráfico 1. Evolución del Fondeo Bancario - Economías Desarrolladas vs. Emergentes (% del fondeo bancario)



Fuente: cálculos Anif con base en BIS.

de 2007), cifras todavía superiores a las observadas en Estados Unidos.

Economías emergentes y América Latina

La baja profundidad del Mercado de Capitales en las economías emergentes ha implicado que el fondeo bancario provenga en su mayoría de depósitos del público (cerca del 70%), explicando el fondeo vía bonos una baja proporción (cerca del 3%). Algo similar se observa en América Latina, donde se ha mantenido el fondeo vía depósitos en niveles relativamente elevados desde la crisis financiera (ver gráfico 2). En este caso, cabe anotar la precaria adopción que aún se tiene del mencionado NSFR, aplicándose solo a un reducido número de economías.

• Perú

El fondeo bancario en Perú se ha mantenido concentrado en depósitos (cerca del 80% del total) durante la última década. Al interior de dichos depósitos se ha visto una tendencia creciente de las cuentas de ahorro-corrientes (49% en 2018 vs. 42% en 2010), mientras

que la participación de los CDTs ha venido disminuyendo en el período de análisis (33% vs. 44%). Ello ha implicado fondeo bancario vía emisión de bonos en precarios niveles de solo el 3%-5% del total del fondeo, dado el reducido tamaño de su mercado de renta fija (mayoritariamente concentrado el Mercado de Capitales en renta variable).

• Chile

Allí el fondeo bancario vía depósitos ha venido perdiendo participación en la última década, pasando del 76% del total en 2010 al 69% en 2018. Al interior de dichos depósitos, las cuentas de ahorro-corrientes se han incrementado (25% en 2018 vs. 23% en 2010), en detrimento de los CDTs (44% vs. 53%). En este último caso de los CDTs, cabe mencionar que la mayoría se concentra en plazos menores a un año (96% del total en promedio durante la última década), dejando menores participaciones para los CDTs entre 1-3 años (solo el 4% del total), siendo 3 años el máximo plazo. Por el contrario, el fondeo bancario vía bonos ha venido ga-

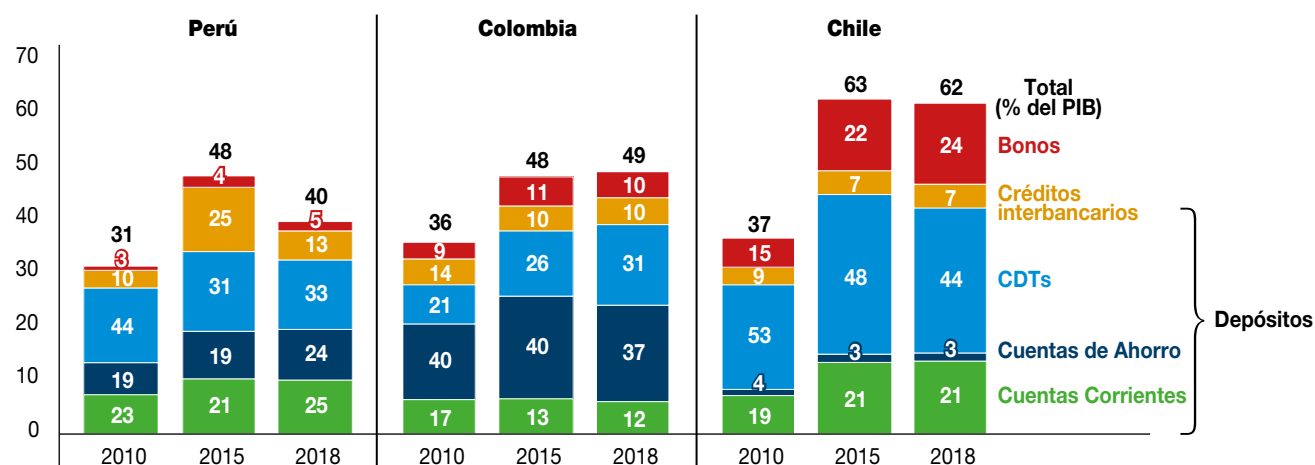
nando relevancia en Chile, pasando de participaciones del 15% al 24% del total durante 2010-2018. Ello gracias al desarrollo de su Mercado de Capitales impulsado por la Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (19.705 de 2000) y las Leyes de Reforma al Mercado de Capitales (19.769 de 2001 y 20.190 de 2007).

Evolución del fondeo bancario en Colombia

Similar a lo observado en el promedio de economías emergentes, el fondeo bancario en Colombia se ha mantenido concentrado en depósitos durante la última década (participaciones cercanas al 80% del total), ver gráfico 3. Al interior de dichos depósitos, las cuentas de ahorro-corrientes han disminuido su participación (49% en 2018 vs. 57% en 2010), mientras que los CDTs han ganado mayor relevancia en el período de análisis (31% vs. 21%).

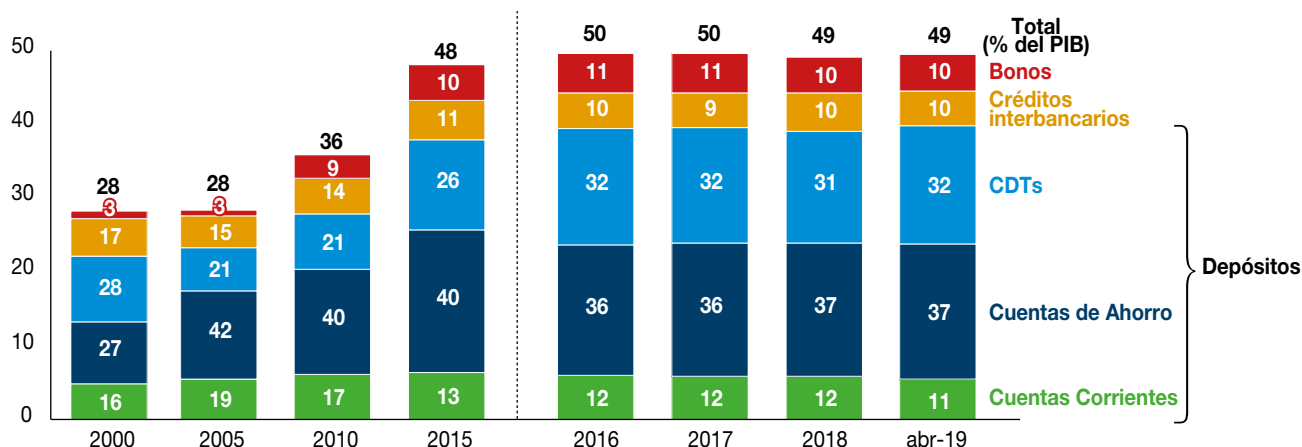
En el caso del fondeo bancario de Colombia vía bonos, se ha logrado

Gráfico 2. Fondeo Bancario en países seleccionados de América Latina (% del total)



Fuente: Superintendencias Financieras-Bancarias de cada país.

Gráfico 3. Evolución del Fondo Bancario en Colombia (% del total)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

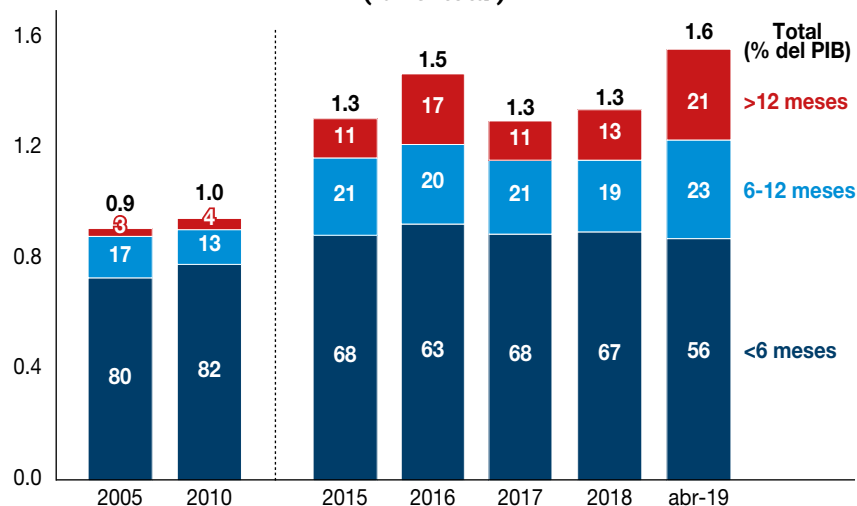
algo de mayor profundización en línea con el desarrollo del mercado de renta fija del país durante la última década. Allí han jugado varios factores, entre otros: i) la base establecida mediante la Ley 964 de 2005, iniciando la modernización del marco regulatorio del mercado de valores en Colombia; ii) el desarrollo de curvas de valoración y de rendimientos del mercado de TES; iii) los programas de emisores recurrentes y de colocación, que han agilizado dichos procesos; iv) una destacable tendencia en la llamada “electronificación” de dichos mercados mediante los sistemas de negociación SEN-MEC y, más recientemente, los avances de la plataforma transaccional Master Trader de la bvc (ver *Enfoque* No. 99 de octubre de 2018); y v) el aprovechamiento de economías de escala resultantes de las fusiones institucionales tipo bvc-Deceval (y las consiguientes reducciones en los costos de custodia-transacción). Sin embargo, la participación de los bonos en dicho fondeo actualmente bordea el 10%, cifra inferior a la observada en la Zona Euro (cerca del 20%) y al referente de Chile (24%).

Recientemente se viene discutiendo en Colombia el efecto que puede estar teniendo sobre el Mercado de Capitales la extensión de los horizontes de emisión de los CDTs (particularmente de largo plazo). Actualmente, la participación de los CDTs en el fondeo bancario de Colombia está cerca del 30% (similar a la observada en Perú), pero es significativamente inferior al 44%

observado en Chile (aunque allí los CDTs se concentran casi en su totalidad en plazos inferiores a un año, según lo comentado).

Las emisiones de CDTs de largo plazo en Colombia (mayores a 12 meses) han venido aumentando del 5% hacia cerca del 20% del total de esas emisiones durante la última década (ver gráfico 4). En términos del

Gráfico 4. Captaciones CDTs por plazos en Colombia (% del total)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

stock (donde se encuentra una clasificación más detallada de los plazos), los CDTs de 12-18 meses representan ya el 18% del total de CDTs y aquellos iguales o superiores a los 18 meses alcanzan participaciones del 46% (ver gráfico 5). Cabe anotar que, al interior de esta última cifra, la mayoría corresponde a emisiones hasta 18 meses (cerca del 30%-35% del *stock*), dado que ese es el límite superior que usualmente manejan los establecimientos financieros. Esto deja participaciones menores del 10%-15% en el total para las emisiones mayores a 18 meses. Allí se destacan las tenencias de las AFPs (4%, cifras Superfinanciera) y de las Sociedades Fiduciarias (cercanas al 8%). Esta última cifra estimada de la extrapolación de su portafolio en CDTs (alrededor del 12% del total de los activos administrados, calculado con cifras de Asofiduciarias, incluyendo allí los FICs, recursos de seguridad social-Fonpet, entre otros) y la inferencia de los plazos (suponiendo que entre el 40%-45% son mayores a 18 meses).

A favor de esas mayores emisiones de CDTs de largo plazo (vs. emisión de bonos) han venido jugando factores como: i) menores costos de fondeo bancario de esos CDTs, donde nuestras estimaciones sugieren que las tasas *ex-post* exhiben *spreads* entre los 75-100pb frente a bonos de plazos similares de 5 años (inferidos mediante extrapolación de tasas *ex-ante* de CDTs ponderadas por vencimientos), ver gráfico 6; ii) mayor apetito por parte de inversionistas institucionales (aduciendo menores trámites-costos y mayor

agilidad en su expedición); iii) una mayor demanda por parte de inversionistas públicos (cumpliendo con los requerimientos de menores riesgos impuestos por los organismos de control, que no siempre entienden la volatilidad del mercado de valores); y iv) efectos regulatorios del NSFR en el marco de Basilea III. Todo ello ha superado las ventajas provenientes del mejor calce en la duración del activo-pasivo que proveen los bonos.

La relevancia de este último argumento radica en que las calificadoras de riesgo y los inversionistas externos ya están haciendo seguimiento a este “fondeo estable”, particularmente en el componente préstamos-a-depositos (relacionado con el NSFR). En este sentido, el mercado internacional se ha venido adelantando a su implementación en Colombia, pues ella está programada solo para 2020-2022 (según el Proyecto de Circular Externa de la Superfinanciera No. 9 de 2019).

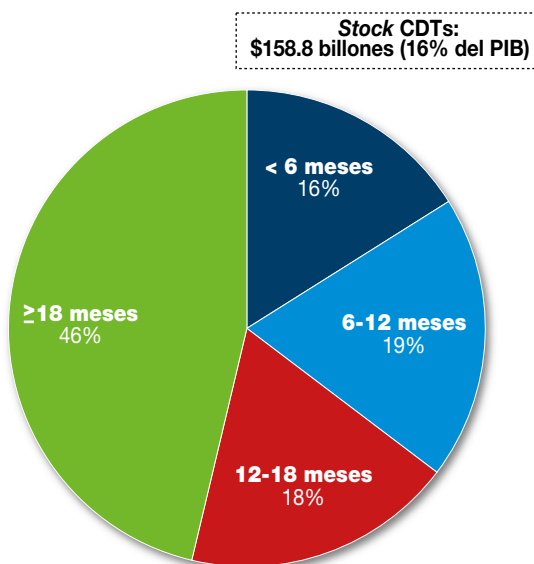
Profundización de los bonos corporativos en el fondeo bancario (a manera de conclusión)

Hemos visto cómo el fondeo bancario en Colombia históricamente muestra una alta concentración en los depósitos, donde recientemente se ha incrementado el componente de CDTs a emisiones de más largo plazo. En particular, las emisiones de CDTs de 12-18 meses ya representan un 18% del total de CDTs; aquellas iguales a 18 meses alcanzan cerca del 30%-35% del *stock*; y aquellas superiores a los 18 meses representan el 10%-15% del total. Esto ha motivado una discusión sobre cómo dicho fondeo de CDTs de largo plazo podría estar minando la profundidad de las emisiones de bonos para el fondeo bancario.

Allí se ha venido argumentando la existencia de una especie de arbitraje regulatorio a favor de los CDTs de largo plazo (vs. bonos) por cuenta de: i) el temor de las entidades públicas a la hora de explicarle a los organismos de control las volatilidades propias del mercado de bonos; y ii) la NO inclusión de los CDTs en la masa de liquidación de eventuales quiebras de entidades financieras, lo cual les otorga prelación a la hora de los pagos. A este respecto, bien vale la pena estudiar ajustes al marco regulatorio de tal manera que entonces los CDTs de largo plazo tengan el mismo tratamiento que actualmente tienen los bonos.

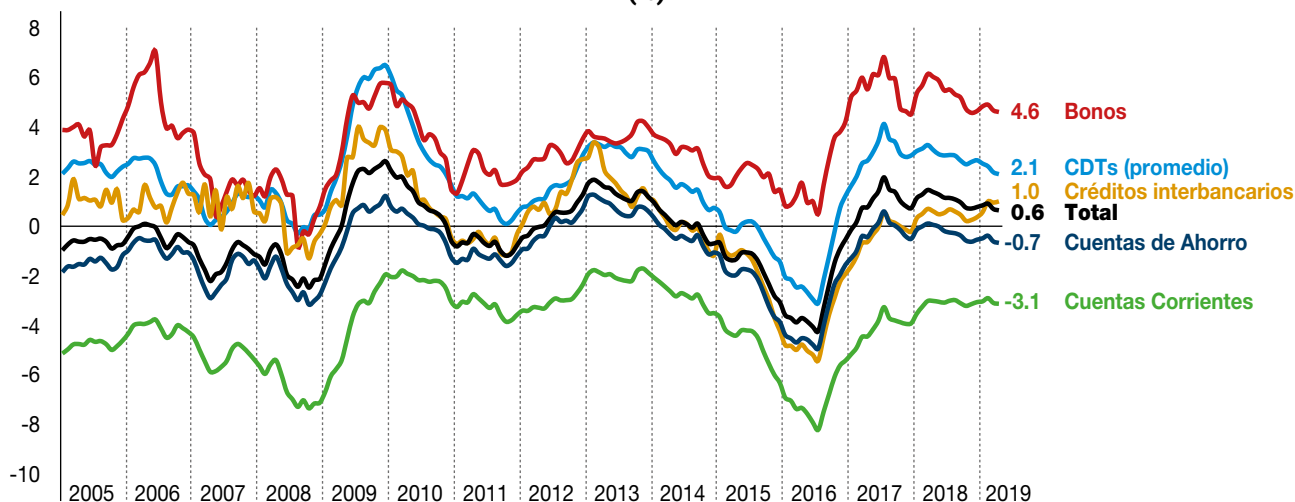
También se ha venido discutiendo la idea de eliminar el seguro de depósitos para

Gráfico 5. Stock de CDTs por plazos en Colombia (% del total, abril de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 6. Tasas de interés reales (ex-post*) del Fondeo Bancario (%)



*Calculadas como la relación entre los gastos por intereses y el stock del pasivo bancario.
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

dichos CDTs a largo plazo, pero esta alternativa iría en contravía de las mejores prácticas internacionales, pues lo usual es que el límite se refiera al monto y no al plazo o tenedor (aunque en Europa recientemente han surgido discusiones de aplicar este tipo de diferenciaciones). Por ejemplo, el FDIC de Estados Unidos opera para CDTs hasta de US\$250.000 o el seguro Fogafín de Colombia que opera hasta montos de \$50 millones, focalizados en asegurar tenedores “minoristas” (dado el bajo cubrimiento que dichos límites representan en las abultadas posiciones de inversionistas institucionales).

En síntesis, existe un gran espacio para profundizar el fondeo bancario a través de mayores emisiones de bonos en el Mercado de Capitales de Colombia. La meta de los próximos dos años debería ser elevar ese fondeo del actual 10% hacia el 15%-20%, acercándonos a los valores hoy observados en Chile. Pero esto implica entrar a corregir los problemas de “arbitraje regulatorio” antes explicados.

Además de los mencionados elementos regulatorios, ello requiere solucionar una serie de desafíos en los costos de emisión, aunque allí se ha avanzado en lo referente a: i) disminución de tarifas, gracias a las economías de escala-alcance resultantes de la fusión bvc-Deceval; ii) menores costos por servicios-Superfinanciera relacionados con Derechos de Oferta Pública de Valores e inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (según Resolución 1058 de 2018); y iii) uso de los “prospectos estandarizados” (Circular Externa de la Superfinanciera 019 de 2018).

Esta profundización del fondeo bancario vía bonos tendría claros beneficios macro-financieros: i) mejores calces en plazos de activos-pasivos, donde se han tenido emisiones del sector financiero a 4-7 años vs. cartera que promedia 5-6 años; ii) ganancia reputacional en el Mercado de Capitales, con potenciales ventajas de menores costos de financiamiento y mayores plazos (asociados al desa-

rollo de una curva de rendimientos para el emisor); iii) complementariedad con otros instrumentos del fondeo, con potencial de menores costos en la medida en que se cimente su denominación de emisores recurrentes y su calificación crediticia (aliviando los ponderadores de riesgo, según la aplicación del Decreto 1477 de 2018 de convergencia a Basilea III); iv) mayor diversificación en términos de tasas de interés (fija-variable y con diferentes referentes IPC-IBR); y v) eventuales cumplimientos del NSFR, donde los ponderadores de dichos bonos de largo plazo serían del 100%.

Así, cálculos preliminares nos sugieren que, de lograrse incrementar el fondeo bancario vía bonos del actual 10% hacia el 15% del total, las emisiones de bonos del sector financiero se elevarían de los actuales \$4 billones/año (promedio quinquenal) hacia unos \$6 billones/año (llevando las emisiones de bonos corporativos hacia niveles de \$11-12 billones vs. los actuales \$10 billones al año). ANIF

ACCEDE A LOS MERCADOS FINANCIEROS DE
EUROPA, ASIA, JAPÓN, ESTADOS UNIDOS
Y LATINOAMÉRICA CON NUESTRO



FONDO
BALANCEADO INTERNACIONAL



GESTOR EXTRANJERO CON
AMPLIA EXPERIENCIA Y
TRAYECTORIA

LarrainVial[■]
ASSET MANAGEMENT



DIVERSAS OPCIONES DE
INVERSIÓN MONITOREADAS
POR EXPERTOS

Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Los primeros 45 años de Anif (1974 - 2019)

Este año 2019 está lleno de destacadas fechas conmemorativas: 200 años de la Batalla de Boyacá (agosto de 1819), que nos consolidó el nacimiento de nuestra República independiente; 50 años de la llegada del hombre a la Luna (julio de 1969), consolidando así muchos años de creatividad e innovación; y 30 años desde la crisis política (agosto de 1989) que sacudió al país y que nos llevó a refundar nuestras instituciones a través de la nueva Constitución que surgiera en 1991.

Para Anif este 2019 representa también un hito especial al cumplirse 45 años de existencia de nuestra Asociación.

Anif se creó en 1974, inicialmente con un ánimo gremial bancario, pero con el transcurso del tiempo migraría hacia consolidarse como uno de los centros de pensamiento y gestión más importantes de Colombia durante el período 1987 hasta el presente, ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/libroanif2007finalok2.pdf>.

La razón de ser de Anif ha sido la búsqueda e implementación de



las mejores políticas públicas en campos tan diversos como la política monetaria-financiera, la sostenibilidad fiscal, la dotación de infraestructura, la organización de la rama judicial, la dotación de vivienda-alcantarillado, el aumento de la cobertura y la prestación de los servicios educativos, de la salud y la provisión pensional, ver gráfico 1. Esto lo hace Anif combinando su independencia, la innovación de las ideas y buscando la consolidación institucional (tres virtudes asociadas a las efemérides antes mencionadas).

¿Qué es un centro de pensamiento y gestión?

La definición estricta de un centro de pensamiento es difícil de concretar,

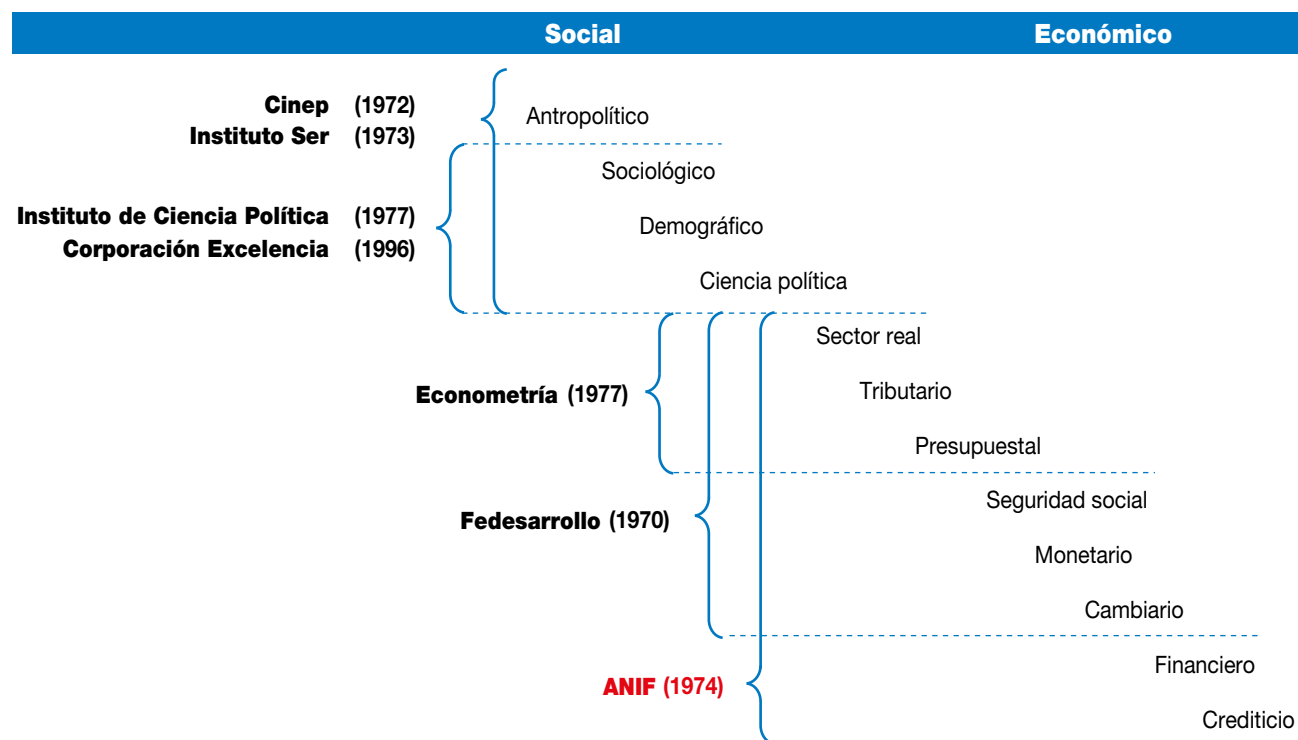
pues evidentemente admite muchas acepciones. Para el propósito de generar ideas son igualmente válidos vehículos como los centros de estudios puramente académicos (usualmente vinculados a las universidades); las Organizaciones No Gubernamentales (ONG); los centros de pensamiento político (los que tradicionalmente han funcionado como apéndices de los partidos políticos); o los centros de pensamiento y gestión.

Sin embargo, son estos últimos los que se caracterizan por participar activamente en la generación de ideas académicas, así como por impulsarlas con la intención explícita de poderlas llevar a la práctica a través de la aprobación de leyes o programas donde colaboren mancomunadamente el sector público y el sector privado.

La denominación genérica que han adquirido en el ámbito internacional estos centros de pensamiento-gestión es la de *think tanks*. Esta denominación tiene su origen en la necesidad que existió de refugiarse en “centros-seguros de pensamiento libre” a principios de los años 1920s en Estados Unidos, en momentos en que el estallido de la Primera Guerra Mundial, la Revolución Bolchevique y las cambiantes fuerzas dominantes al interior de Europa amenazaban con poner un tapabocas al pensamiento práctico.

Los burócratas-weberianos sentían entonces que eran espiados y que sus ideas se amordazaban en la censura estatal; los académicos disfrutaban de su refugio universitario, pero esas “urnas de cristal” o “torres de marfil” (en realidad) los mantenían aleja-

Gráfico 1. Espectro temático de los centros de investigación en Colombia



Fuente: elaboración Anif.

dos de la realidad político-económica del momento. En cambio, los “librepensadores” de la época sentían que necesitaban una armadura que los protegiera de tales acechos y buscaron el equivalente a un tanque blindado donde ventilar sus ideas: los centros de pensamiento-gestión (*think tanks*).

De entrada, cabe despejar la ingenua idea de que se trataba de centros donde se congregaban “libres e independientes pensadores”. No eran librepensadores, pues tenían una agenda que diseñar e implementar, a diferencia de los filósofos que se refugiaban en las aulas puramente académicas.

Lo que sí debe resaltarse es que esas agendas eran fabricadas con visión de Estado, con sentido de lo público y del bienestar social, según las ventajas relativas de cada centro investigativo. Unos habrían de focalizarse en lo puramente económico (impuestos, gasto público, crecimiento, productividad), pero en el caso de Estados Unidos había igualmente interés por liderar la agenda en los temas de la alta política internacional (con decisiva incidencia sobre el Departamento de Estado y sus labores de Cancillería internacional).

Para todos ellos era evidente que la sola visión filantrópica del bienestar no los llevaría muy lejos. Lo que se requería entonces era un razonamiento sólido sobre la forma cómo dichos programas de Estado terminarían por transformar la operatividad de la democracia, siendo esta la temática de los politólogos. También sería una tarea central averiguar la manera cómo se negociaba el poder político a escala internacional, tópicos cruciales a la hora de decidir la estrategia que debía adoptarse en la diplomacia de alto nivel. Y, por último, debemos



Intervención del Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo en el Seminario de Servicios Públicos realizado en 1983 en el Hotel Hilton de Bogotá.

destacar el análisis de mediano y largo plazo que se dedicaba a preguntar cómo podría expandirse el crecimiento y el bienestar social de las naciones. Esta última agenda ha sido *par excellence* la tarea de los centros de pensamiento-gestión de tipo económico.

¿Cómo se financian esos *think tanks*?

No se trataba (tampoco) de pensadores independientes, pues se requerían grandes sumas de dinero para diseñar-discutir e implementar dichos programas político-económicos. En unos casos se allegaron dichos recursos de entidades relacionadas con el Estado o con las grandes universidades, pero en otros (y esta es la esencia de los verdaderos centros de pensamiento-gestión) se crearon entidades específicas para tales fines.

Fue así como germinaron famosos *think tanks* como el conocido

LOS PRIMEROS 45 AÑOS DE ANIF (1974 – 2019)

Brookings Institution o el Carnegie Mellon, producto de importantes capitales semilla provistos por grandes magnates de Estados Unidos a principios del siglo XX.

Esos capitanes de la empresa privada (tales como Andrew Carnegie, Robert Brookings y, más recientemente, Bill Gates) lograron estructurar instituciones de tal forma que se asegurara su permanencia en el tiempo.

Esto ha sido posible gracias al convencimiento sobre la importancia institucional de estos centros de pensamiento-gestión, que han sobrevivido a los avatares de tipo político y económico. En el caso de Colombia, las dificultades de tipo financiero han tendido a agravarse en épocas de ciclo económico bajo (1981-1986; 1998-2000; o 2015-2018) e inclusive se han enfrentado riesgos de cierre de algunos centros de pensamiento, como el experimentado por el propio Anif durante su difícil tránsito de los años 1982-1986.

Esta incertidumbre financiera ha sido más marcada en los casos en que se ha operado bajo un esquema de afiliaciones (con apoyos financieros periódicos de sus asociados), en vez de contar con el sistema más estable de “capitales semilla”.

Este último fue el sistema preferido en Estados Unidos, a través del esquema de *endowments*, gracias a tratamientos tributarios que apoyan decididamente la filantropía. Aunque en años recientes ha surgido algo de preocupación por un menor dinamismo del llamado “capital social” en Estados Unidos (Putnam, 2001), la verdad es que se ha llegado a establecer un sistema de verdaderas “donaciones masivas” (de todo tipo),



Asamblea XXV de Anif realizada en 2011 en el Hotel Tequendama de Bogotá.

donde cerca del 50% de ellas proviene de hogares con riquezas netas inferiores al millón de dólares.

Esos grandes empresarios estaban convencidos del poder de las ideas, de la importancia de mercadear un ideario colectivo. Sabían, además, por la experiencia ganada en sus empresas productivas, que solo la paciencia de la sociedad civil podría llevar a feliz término los cambios requeridos en la estructura del Estado, tanto a nivel político como económico. En fin, la experiencia les dictaba que no solo basta con tener buenas ideas, sino que la dura tarea de la implementación terminaría por mejorar dichas ideas. Esta simbiosis entre la teoría y la práctica es la que hace la verdadera diferencia entre los niños y los adultos, entre los soñadores y los ejecutivos, entre los filósofos y los pragmáticos.

¿A quién debe interesarle el ideario de los centros de pensamiento?

Pues esas ideas y esa gestión le deben importar al ciudadano “de a pie”, al que verdaderamente le duele el Estado derrochador, a quien lo apesadumbra el Estado indolente frente a la ineficacia. Igualmente le incumbe la suerte de los *think tanks* a la sociedad civil organizada en ONGs, gremios, sindicatos que buscan un “país mejor”; estos *think tanks* también forman parte vital del llamado “capital social”, organizado en clubes y comunidades de todo tipo.

En fin, a todos los ciudadanos de bien nos debería importar (nunca en demasía) la tarea que adelantan los centros de pensamiento-gestión, pues ellos ayudan a trazar e impulsar

la agenda socioeconómica del país en cada momento.

Hoy en día estas tareas de difusión-gestión están siendo apoyadas de formas muy diversas, inclusive de forma individual. Tomemos por ejemplo el caso de los llamados *blogs* personales a nivel de la web. Se trata de sitios de difusión de ideas (en tiempo casi real), con un gran alcance. Se habla inclusive del “borrón de las fronteras intelectuales” a causa de dicho medio de difusión, donde ya no se sabe si la conceptualización debe ser atribuida a tal o cual centro de investigación, o a tal o cual universidad. En la web, la preeminencia del hilo conductor-actualizado del debate se

focaliza en dichos *blogs*, donde las ideas evolucionan rápidamente (no sin riesgos de plagio o, lo que es más grave, distorsión intencionada de las mismas).

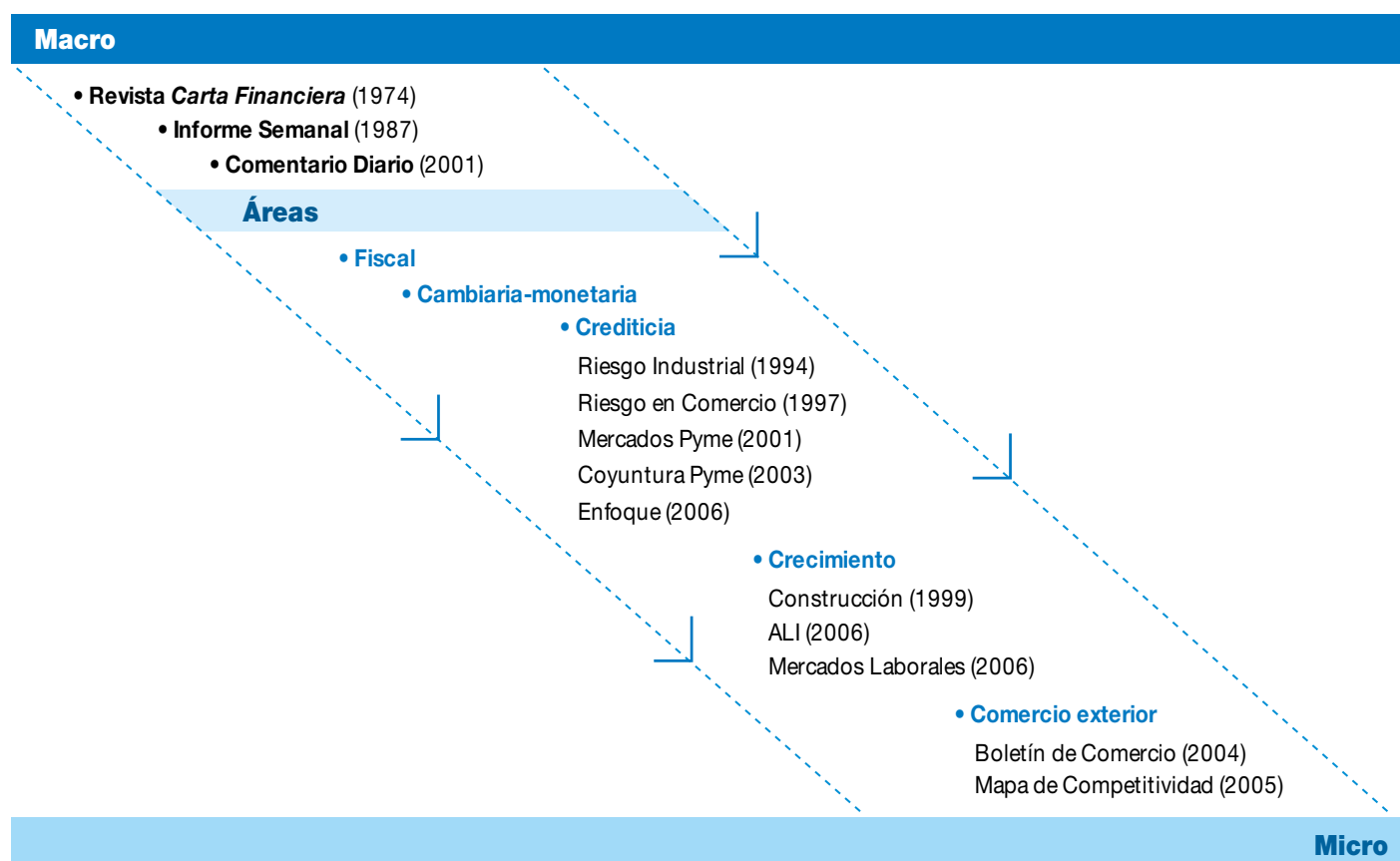
No obstante, sería exagerado concluir que esos medios de difusión electrónica podrían llegar a reemplazar el periodismo serio y organizado o, para el caso que nos ocupa, las tareas de conceptualización-difusión que vienen adelantando desde hace más de un siglo los *think tanks* del mundo occidental.

Somos de la opinión de que, así como resulta imposible que exista un periodismo serio sin periodistas (que ayuden a forjar la opinión más allá

de los simples hechos), también sería una quimera pensar que el mercado de las ideas pudiera vivir sin creadores de conceptos y debates públicos como los que promueven los centros de pensamiento-gestión.

A lo largo de sus 45 años de historia, Anif ha logrado una adecuada mezcla entre los aportes financieros de sus asociados (cerca al 30% del presupuesto requerido para su buen funcionamiento) y los réditos de operación propia (el restante 70%). Estos últimos los logra Anif en su diario trajinar por este duro e interesante mercado de las ideas y de la gestión de la agenda pública (ver detalle de publicaciones de Anif en el gráfico 2). 

Gráfico 2. Campo de acción de Anif



Fuente: elaboración Anif.

EL MUNDO

INFORMA • OPINA • ENTRETIEENE

*40 años informando
y formando ciudadanía*



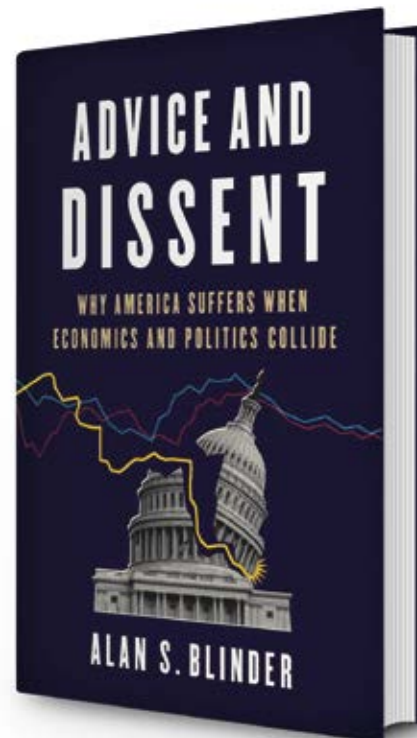
(... DONDE ANIF SE PARAPETA PARA ESCUDRIÑAR LA **AGENDA DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS**)

Consejo y disenso: sobre por qué Estados Unidos sufre cuando la economía y la política chocan *

Libro escrito por: Alan S. Blinder
Comentado por: Sergio Clavijo

Blinder ha escrito este gran libro buscando las escuchas de economistas y congresistas con el loable propósito de mejorar las políticas públicas en Estados Unidos. Una de las virtudes de este libro es que las lecciones extraídas de allí son igualmente válidas casi para cualquier democracia y se fundamentan en la extensa trayectoria del autor como funcionario público, tras haber sido miembro del Consejo Económico Presidencial bajo Clinton (1993-1994) y Vicepresidente de la Reserva Federal (1994-1996). Adicionalmente, Blinder es un reconocido académico vinculado a la Universidad de Princeton, donde combina cátedras de macroeconomía con las de banca central y economía-política.

Los mensajes centrales de esta obra son contundentes: i) los economistas que asesoran a los partidos políticos con frecuencia no están de acuerdo en sus recomendaciones de políticas públicas, *luego es difícil culpar solo a los congresistas de su díscolo accionar legislativo*; ii) *aun si los economistas technopols nos pusiéramos de acuerdo (superando el “lamp-post theory”), debemos entender mejor las limitaciones políticas que encierran los cortos horizontes de tiempo y los motivos electorales con*



* A. S. Blinder (2018), *Advice and Dissent: Why America Suffers when Economics and Politics Collide* (Basic Books, New York).

que operan los congresistas; y iii) para lograr un mejor equilibrio legislativo entre los propósitos sociales y la sostenibilidad fiscal es fundamental entender el “espíritu incremental” de dichos correctivos, pero esto implica acertar “direccionalmente” en las recomendaciones.

Con relación al primer tópico, sobre contradicciones al interior del debate económico entre *technopols*, el libro se explaya en los daños que ha producido el prolongado debate entre el “*supply-side econ*” (de Reagan y ahora de Trump en Estados Unidos) y las visiones más cercanas al Keynesianismo (de Kennedy o de Obama).

Este debate (aunque con matices) también se aplica a las visiones macroeconómicas de la “confianza inversionista” de Uribe I-II (2002-2010) y ahora de Duque (2018-2022). En nuestra opinión, esta estrategia de Duque bien podría llevar a que Colombia pierda su “Grado de Inversión” por cuenta de la perforación en el recaudo empresarial en espera de que la economía se acelere y, con ella, el ingreso tributario, todo lo cual luce bastante dudoso y riesgoso (Anif, 2019).

En lo relativo a la discrepancia en horizontes de política, Blinder provee el buen ejemplo de Greenspan al jugársela muy temprano en 1983-1985 (como asesor de Reagan) a favor de una reforma pensional cuyos réditos fiscales vendrían casi dos décadas después. Así, la impaciencia de los “economistas” a la hora de pedir resultados visibles logró equilibrarse con la de políticos que deseaban ser reelectos. Pero esto último implicaba garantizarles a sus electores que no serían perjudicados en el futuro inmediato. Este tipo de lecciones,

“Para lograr un mejor equilibrio legislativo entre los propósitos sociales y la sostenibilidad fiscal es fundamental entender el “espíritu incremental” de dichos correctivos, pero esto implica acertar “direccionalmente” en las recomendaciones. Infortunadamente, ello tiene el grave inconveniente del debate ideológico. Y, por eso, es tan difícil avanzar de forma “incremental” bajo el sistema democrático.”

por ejemplo, la viene aplicando Anif en su propuesta de reforma pensional al ofrecer una prolongada fase de “transición” en lo que tiene que ver con los ajustes paramétricos de edad y tasa de reemplazo (Anif, 2017).

En general, tiene mucho sentido económico y político la recomendación de Blinder de buscar convergencia de horizontes entre las recomendaciones económicas de los *technopols*, tratando de lograr cambios “estructurales”, y las de los políticos, usualmente a horizontes de solo dos años en función de su reelección.

Por último, el tema de “acertar direccionalmente” en las políticas públicas tiene el grave inconveniente del debate ideológico. Y, por eso, es tan difícil avanzar de forma “incremental” bajo el sistema democrático. El peor ejemplo reciente en Estados Unidos ha sido el estancamiento en la cobertura de la

salud, conocido como “Obamacare”, lo cual se ilustra bien en este libro.

Existen diversos temas muy bien manejados por Blinder, pero solo resaltaré aquí tres de ellos: i) la relación de los *technopols* con los medios informativos; ii) el debate ideológico sobre concentración del ingreso; y iii) los diferenciales salariales. Veamos estos temas.

Dado que los medios de comunicación son los mensajeros (y a ellos “no se les debe matar”), Blinder recomienda hacer una continua tarea pedagógica, pues los medios no se limitan a “informar”, sino que requieren interpretar los datos y los hechos. Los medios suelen guiarse por “falsas equivalencias” entre datos, lo cual exige que gobierno, Banco Central y *think-tanks* estén a la vanguardia explicativa. Es bien conocido que los centros de pensamiento tienen una ventaja relativa, gracias a su independencia, a la hora de aplicar la conocida teoría de “agente y principal” (ver pags. 102ss; y Thaler, 2015).

Sobre el tema de inequidad, se sabe que este alimenta los movimientos anti-establecimiento a nivel global. El gran problema es que los jóvenes suelen desconocer la magnitud del papel pro-equidad que cumplen bien la mayoría de los países del mundo desarrollado. Por ejemplo, en Francia se tiene que la combinación de progresividad tributaria y mejor focalización de los subsidios ha permitido que la brecha del ingreso del 10% más rico vs. el 10% más pobre se reduzca desde las 22 veces antes de impuestos y subsidios hasta las 6 veces después de impuestos y subsidios. Así, Francia supera inclusive a Suecia, logrando reducir el coeficiente Gini del 0.52 antes de impuestos y subsidios al

“Blinder recomienda hacer una continua tarea pedagógica, pues los medios no se limitan a “informar”, sino que requieren interpretar los datos y los hechos. Los medios suelen guiarse por “falsas equivalencias” entre datos, lo cual exige que gobierno, Banco Central y *think-tanks* estén a la vanguardia explicativa. Es bien conocido que los centros de pensamiento tienen una ventaja relativa, gracias a su independencia, a la hora de aplicar la conocida teoría de “agente y principal”.”

0.29 después de impuestos y subsidios (siendo solo superado por el Gini de 0.28 de la mencionada Suecia).

Aún en el caso de Estados Unidos, se tiene que el Gini se reduce de su alto nivel de 0.60 hacia un 0.48, al tener en cuenta la progresividad tributaria. Más aún, al añadirse la focalización de los subsidios públicos, se obtiene que ese Gini de Estados Unidos termina reduciéndose hasta 0.42 (ver págs. 201ss).

Por último, la otra arista de esta discusión sobre desigualdad ha tenido que ver con la trayectoria de la relación Salario Medio/Salario Mínimo. En el caso de Estados Unidos, las ganancias en productividad resultantes de la mejor educación han conllevado marcados di-

ferenciales salariales. Por ejemplo, el Salario Medio supera en 2.8 veces el Salario Mínimo actualmente. Este múltiplo de Salario Medio por encima del Salario Mínimo ha escalado de forma significativa respecto al 1.8 que se tenía a principios de los años ochenta.

Solo durante el período 2015-2019 se han visto cambios legislativos a nivel estatal que están llevando ese Salario Mínimo a cerca de US\$10/hora y en varios estados (como los de Washington y California) se perfila fácilmente hacia los US\$12-13/hora (*The Economist*, 2019). Afortunadamente, se percibe que ello no afectará la buena dinámica del mercado laboral, donde se han tenido tasas de desempleo tan bajas como un 3.6% durante 2018-2019 (...récord histórico de “pleno empleo”).

“La inequidad alimenta los movimientos anti-establecimiento a nivel global. El gran problema es que los jóvenes suelen desconocer la magnitud del papel pro-equidad que cumplen bien la mayoría de los países del mundo desarrollado. Por ejemplo, en Francia la combinación de progresividad tributaria y mejor focalización de subsidios ha permitido que la brecha del ingreso del 10% más rico vs. el 10% más pobre se reduzca desde las 22 veces antes de impuestos y subsidios hasta las 6 veces después de impuestos y subsidios.”

En Colombia, infortunadamente, se han tenido movimientos salariales en el sentido contrario de convergencia del Salario Medio hacia el Salario Mínimo. Esto por cuenta de la baja productividad y de los elevados costos no-salariales que comprimen el Salario Medio (ver Anif, 2019b).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2019), “El Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2019” (*Informe Semanal* No. 1467 de junio).

Anif (2019b), “Reflexiones sobre la relación Salario Medio/Salario Mínimo” (*Comentario Económico del Día* 18 de junio).

Anif (2017), Elementos para una Reforma Pensional Estructural (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-refpensional0917.pdf>).

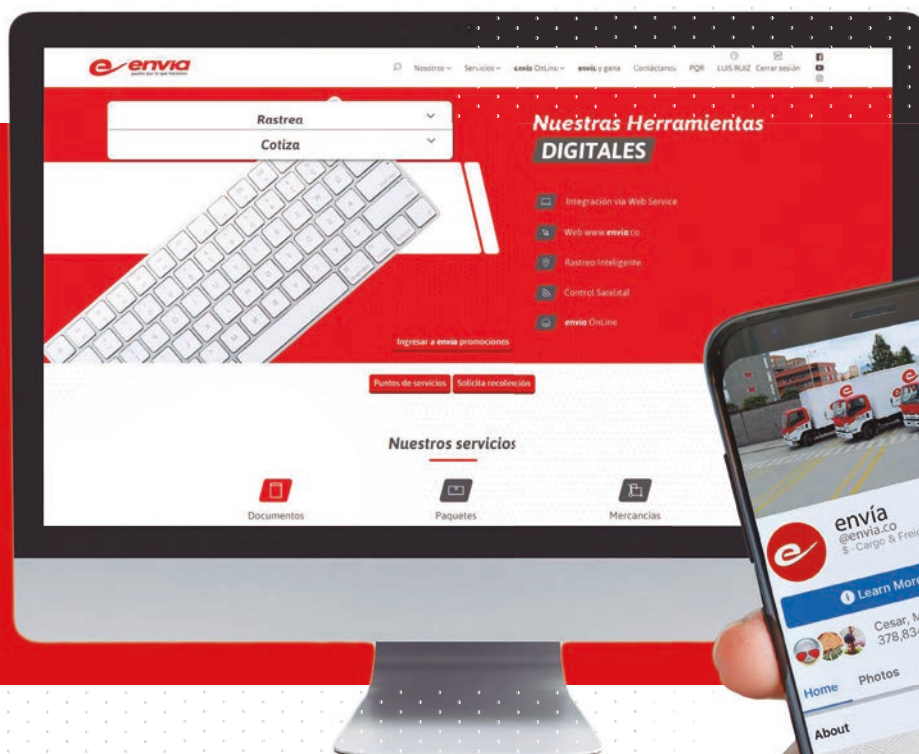
Thaler R. H. (2015), *The Making of Behavioral Economics: Misbehaving* (W. W. Norton & Company, New York - London); ver comentarios en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_186.pdf

The Economist (2019), “The Federal Minimum Wage is Becoming Irrelevant”, april 27.

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



Pertenecer al programa

Avianca Corporate,

es tener un mundo de privilegios
para tu empresa

Te invitamos a inscribirte a
nuestro programa y disfrutar de
todas las ventajas que tenemos
para pequeñas y grandes empresas.

CONOCE MÁS

Avianca
Corporate 

todo para
enamorarte