

- + **Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales** en los frentes pensionales y de AFPs
- + **Desafíos de la Autorregulación** del Mercado de Valores
- + **La Reforma de la Contraloría:** Control de megaproyectos

+ **Discurso del Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo** en la Asamblea de los 45 años de Anif

financiera carta 188

DICIEMBRE 2019

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras



MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

COL \$15.000

ISSN 0120-3436





Síganos 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
Recoge y Entrega Contra Reloj

NUESTRO HUB
**UNA CONSTRUCCIÓN
ECOLÓGICA Y SOSTENIBLE**

Diseñado para el desarrollo del país,
diseñado para el mejoramiento ambiental

En Coordinadora construimos juntos.



Innovando para
que tú crezcas



No. 188 Diciembre 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

EDITORA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera y Juan Camilo Ángel

CARÁTULA:
Tatiana Herrera

IMPRESIÓN
Multi-Impresos

GERENTE GENERAL
María 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 Diciembre de 2019

EDITORIAL

3 Reporte de la Misión del Mercado de Capitales

ACTUALIDAD ECONÓMICA

9 Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales en los frentes pensionales y de AFPs Diego Jara

16 La Reforma de la Contraloría: una oportunidad para mejorar el control en megaproyectos Jaime Millán Ángel y Alfonso Sánchez Cadavid

23 Combatiendo la manipulación en los mercados financieros Michel Janna

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

30 Índice de Sufrimiento Macroeconómico (2019-2020)

34 Reformando el sector justicia de Colombia

40 Visión retrospectiva (2005-2019) y agenda pendiente (2019-2022)

45 Gran Depresión (1929-1933) vs. Gran Recesión (2008-2014) y Recuperación (2015-2019)

DISCURSO

51 Palabras del Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo en la Asamblea de los 45 años de Anif (1974 – 2019)

TORRE DE MARFIL

57 El continente olvidado: una historia de la nueva América Latina

Libro escrito por: Michael Reid
Comentado por: Sergio Clavijo

Reporte de la Misión del Mercado de Capitales

La Misión del Mercado de Capitales entregó su reporte al Gobierno Nacional el pasado mes de agosto, el cual consta de un documento que aborda en ocho secciones los temas de: arreglo institucional; estructura de mercado; regulación e incentivos; manejo de activos públicos; productos; promoción-educación financiera; ámbito internacional; y ámbito tributario.

La Misión trabajó bajo un apretado cronograma a lo largo del primer semestre de este año y logró cubrir un amplio espectro de temas; a sus seis miembros nuestros agradecimientos por su arduo y fructífero trabajo, al igual que a la URF-MHCP por la secretaría realizada y al Banco Mundial por el apoyo técnico-presupuestal otorgado.

Dicho reporte abunda en recomendaciones prácticas (64 de ellas), muchas de las cuales tienen la virtud de poderse implementar a nivel de decretos o por simples reglamentaciones de las respectivas entidades (URF-MHCP, Superfinanciera, Banco de la República, Dian, etc.).

Acierta la Misión al propender, a través de las recomendaciones, por una mayor simplificación regulatoria

(prospectos que generalicen lo ya aprobado a otros ámbitos similares); el abaratamiento operativo (habilitación a consultores externos para realizar tareas *back-middle office*); o la mayor transparencia y competencia de los mercados (empoderando juntas directivas más independientes y mejor divulgación informativa).

Como bien lo señala el informe, avanzar en esa dirección debería permitir mayor profundización de un Mercado de Capitales que hoy luce estancado, excesivamente concentrado en la renta fija pública de los TES y mostrando preocupantes debilidades en la renta variable local (Colcap con liquidez de solo el 5% del PIB) y en la renta fija privada (bonos corporativos con emisiones de solo el 1% del PIB anualmente).

Concatenación Diagnóstico - Recomendaciones

Si bien la Misión optimizó su tiempo al no desgastarse en repetitivos diagnósticos sobre las razones para tener hoy un mercado “pandito y costoso de operar en Colombia”, en opinión de Anif, tal vez la principal debilidad de muchas de sus recomendaciones radica en no explicar y detallar cómo es que ellas permitirán enfrentar los obstáculos detrás de ese diagnóstico de bajo dinamismo del Mercado (¿falta de apetito por

REPORTE DE LA MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

costo; exceso de regulación; o por ignorancia financiera de los potenciales demandantes del producto?).

Se nos vienen a la cabeza tres importantes ejemplos de “descalce” entre el diagnóstico y las recomendaciones. El primero tiene que ver con la elevada concentración de activos en pocos propietarios (tanto en bancos como en AFPs). Aquí la recomendación de “más transparencia-información” poco solucionará el problema estructural global de estar aupando esa concentración desde la mayor exigencia regulatoria.

Dicho de otra manera, a nivel global, la vacuna contra las crisis financieras por falta de capital fresco y/o por baja liquidez se ha tratado de instrumentar elevando la vara del índice de solvencia y de liquidez (ver gráfico 1). Pero esto mismo implica que cada vez escasean más las entidades capaces de cumplir con dicho capital y/o continuar siendo rentables a tasas de RoE superiores al 5%-10% anual. De allí la creciente concentración financiera a nivel global y Colombia, por supuesto, no es la excepción (ver http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-basilea1112_1.pdf).

Colombia cuenta, como pocos en América Latina, con una regulación pro-competencia internacional y, de hecho, han llegado diversos bancos del exterior en la última década. Esto demuestra que el problema no son las barreras a la entrada ni la existencia de oligopolios colusivos (como los imagina la izquierda de AMLO en México y el socialismo bolivariano), sino los elevados cos-

tos de capital (antes señalados) y los altos costos operativos.

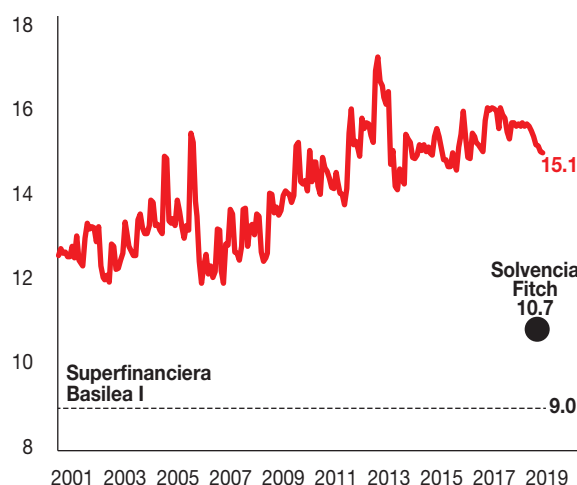
Estos últimos costos operativos bien los menciona la Misión, incluyendo la urgencia de desmontar el nefasto 4x1.000 (ahora cumpliendo su “temporalidad” de 21 años). Es claro que esta ha sido una fuente de informalidad financiera al promover el uso del efectivo, tal como se documentó en el estudio realizado por Anif para Asobancaria. Ojalá que Rogoff, con el apoyo del Banco de la

¿Por qué si el negocio es tan bueno se ha ido esa inversión extranjera de Colombia? La respuesta tiene que ver nuevamente con “lo pandito del mercado y lo costoso de operar”. Esto ocurre en medio de una elevada incultura financiera que se traduce en animadversión hacia los fondos privados (... se dice con frecuencia que “el problema de las AFPs es que sus pensiones no otorgan subsidios como los del régimen público de Colpensiones” y que deberían permitirse entonces traslados “express” hacia allá).

El segundo ejemplo de inconsistencia entre diagnóstico-recomendaciones tiene que ver con la debatida propuesta sobre partición y reducción de las comisiones cobradas por las AFPs. Bien se sabe que el diagnóstico es que la tarifa cobrada actualmente a los usuarios de los fondos obligatorios equivale a un costo tan bajo como un 0.5% (calculado como “activos bajo administración” en horizontes de 20-25 años requeridos para pensionarse). Entonces tocaría detallar mucho más la propuesta para saber si lo que propone la Misión es elevarla para montarle un “premium” por desempeño, pues al reducirla se estaría agravando el problema de desbandada de las AFPs (arriba comentado).

Igual ocurre con el cobro de la comisión de seguro previsional, que está al mínimo viable para el mercado. De hecho, el problema actual es que se ha virado peligrosamente hacia el “auto-seguro” ante la carencia de oferentes de dicho seguro (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda-english0816.pdf>).

Gráfico 1. Indicador de solvencia (% , mayo de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

República, logre avanzar en esta dirección pro-sector financiero formal (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-asobancaria-efectivo0517.pdf>).

Es igualmente pro-competencia la regulación existente sobre llegada de AFPs a Colombia. Pero aquí lo que viene ocurriendo es la salida de inversionistas del exterior, reduciéndose a solo 4 AFPs en la actualidad, donde la salida de las otras 3 AFPs ha resultado en una alta concentración de la propiedad.

Un tercer y último ejemplo (sobre descálces diagnóstico-recomendaciones) tiene que ver con la arquitectura financiera del Mercado de Capitales. Varias de las recomendaciones requerirían entrar a modificar el Estatuto Orgánico. Anif no termina muy convencida de que la “nueva arquitectura” propuesta resultaría en “mayor profundidad y menores costos”.

Una de las piezas que allí faltó introducir es el profundo cambio resultante del Fintech, tema que ameritaba análisis más profundos. Por ejemplo, la mención al “*open-banking*” de Europa es un elemento crucial para intentar imaginar el efecto de desintermediación digital que estará generando en el día-a-día la portabilidad de las cuentas y el *block-chain*. Esto hubiera requerido una evaluación cuidadosa de los avances que se tienen en la conocida “*arenera digital*” de la Superfinanciera.

Comentarios puntuales

No pretendemos comentar aquí todas las 64 recomendaciones; nos referiremos solo a algunas por su novedad o por requerir ellas más detalles antes de poder analizar su valía.

Fortalecimiento de la URF, focalización de la Superfinanciera y redireccionamiento del AMV

En el caso de la URF, esto apunta en la dirección correcta; sin embargo, justo es reconocer el gran acoplamiento que ha venido mostrando la Superfinanciera en agilización de procesos y estandarización de los mismos. El tema del AMV parece continuar en un “limbo”, dados los difíciles temas de zonas grises bajo tensión financiera, como lo hemos comentado en otras ocasiones.

“ En opinión de Anif, tal vez la principal debilidad de muchas de las recomendaciones radica en no explicar y detallar cómo es que ellas permitirán enfrentar los obstáculos detrás de ese diagnóstico de bajo dinamismo del Mercado (¿falta de apetito por costo; exceso de regulación; o por ignorancia financiera de los potenciales demandantes del producto?). ”

Licencia modular

Claramente es una buena idea para que el sector privado no tenga que pagar por servicios que no usará. En este frente, también cabe reconocerle a la Superfinanciera que se ha venido moviendo en esa dirección al habilitar licencias y requerimientos de riesgo-operatividad diferenciados por tipo de negocio-actividad. Ello se evidencia, por ejemplo, en: i) las fiduciarias, con diferenciación de licencia y requerimientos según la actividad *core* (inversión, inmobiliaria, administración, garantía, entre otros); ii) las comisionistas de Bolsa, en lo referente a las actividades de distribución de fondos; y iii) las SEDPES, en el caso de actividades acotadas a los depósitos-pagos digitales.

En estos frentes, cabe mencionar también que la Superfinanciera ha venido operando bajo esquemas de supervisión basados en riesgos desde el año 2013 (en línea con las recomendaciones de la Misión).

Asesores independientes y mercados en la nube

Esto suena bien a nivel de diseño, pero en la práctica debemos asegurarnos de

que no ocurrirá lo mismo que con los muchachos “Rappi”, que en España las Altas Cortes acaban de declarar empleados de quien despacha los servicios. También la Superfinanciera ha venido operando con sanos criterios de delegación de los servicios digitales a empresas que operan en la nube, pero es bien sabido que los riesgos cibernéticos son crecientes.

Mercados accionarios balcón

Como alternativa al fracasado “segundo mercado” de emisiones accionarias para Pymes, esto luce bien, y con la novedad de permitir tenencias hasta del 100% de la emisión. El registro público de las firmas en dicho mercado balcón estaría administrado por la Superfinanciera.

Emisión de acciones para mercado profesional

Siendo acciones de mayor riesgo, estas están dirigidas hacia inversionistas calificados. Sin embargo, tanto en este como en el caso anterior, debe tenerse en cuenta que el problema ha sido que en Colombia no ha operado, en el tiempo, “la prima por riesgo accionario”.

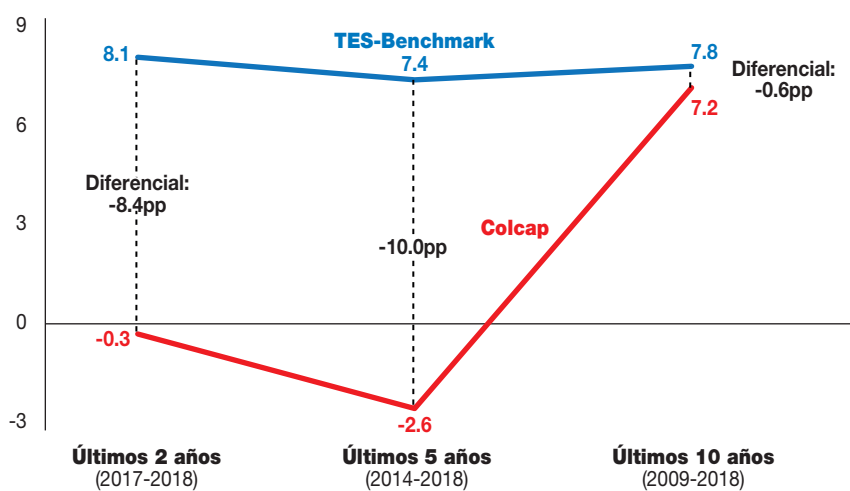
REPORTE DE LA MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

El Colcap no muestra un diferencial histórico significativo respecto a la deuda soberana (ver gráfico 2), a diferencia del S&P500 que en Estados Unidos le saca un diferencial del +6% anual en horizontes de 2 a 10 años. Luego no luce que esta sea la solución. El problema han sido los bajos pagos de dividendos y la fuerte desvalorización en Colombia durante la última década. Además, el poco apetito por emisión encierra problemas culturales de falta de transparencia empresarial (¿Remember Pacific Rubiales?).

Des-regulación portafolios AFPs y rentabilidad mínima

En la práctica, las AFPs no se han visto maniatadas por la regulación existente y mantienen portafolios adecuadamente diversificados entre renta variable-fija, peso-dólar, local-global, etc. (ver gráfico 3). Para evaluar el potencial correctivo

Gráfico 2. Rentabilidad nominal en acciones y deuda pública en Colombia (%)

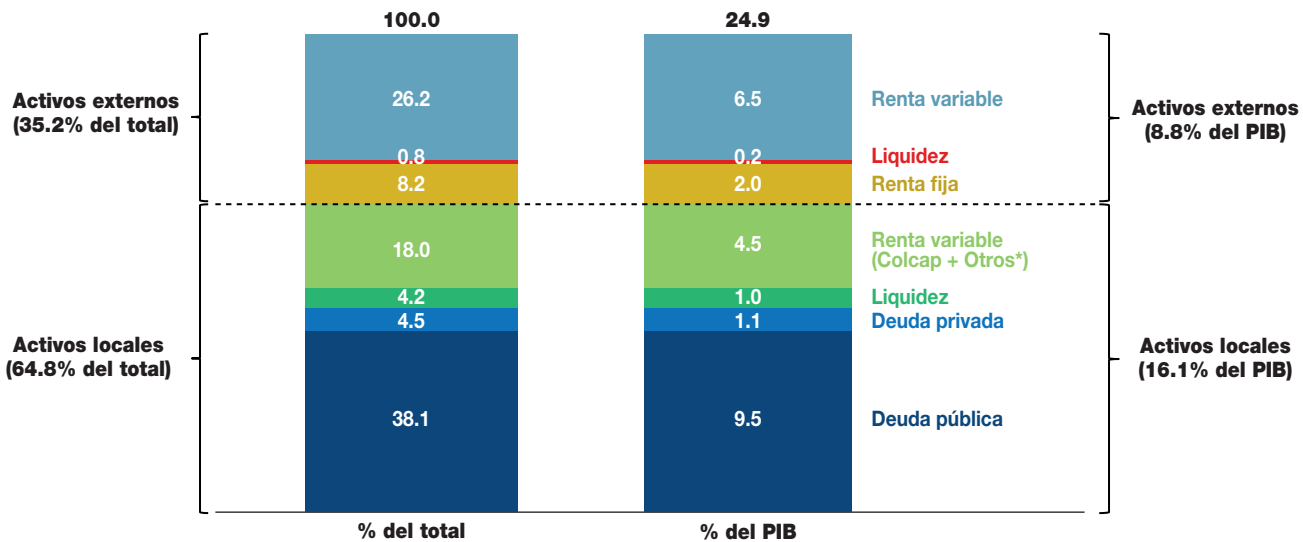


Fuente: cálculos Anif con base en bvc, Bloomberg y Corficolombiana.

de la recomendación, el diagnóstico tendría que demostrar que la relación Retorno/Riesgo ha sido subóptima y ello no parece ser así, a juzgar por rentabilidades históricas del 7%-8% real anual (neto de inflación y de comisiones).

Suele aseverarse que “se ha dejado plata sobre la mesa” por cuenta de la existencia de la rentabilidad mínima, pero el récord antes señalado difícilmente encontraría un “contrafactual” válido. Anif ha sido de la opinión de que, así como existe la regulación de

Gráfico 3. Portafolio AFPs: Fondo de Pensiones Obligatorias (Junio de 2019)



* Participaciones en carteras colectivas, derivados y títulos participativos o mixtos.
Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

salario mínimo, es bueno que exista la de la rentabilidad mínima. El problema, en ambos casos, es cómo se afina su marco regulatorio para honrar el principio de “mínimo”.

Cabe recordar que hoy existe la doble protección en rentabilidad mínima: i) “seguro de rentabilidad real no negativa” al momento de iniciar la desacumulación de los ahorros; y ii) evaluación del promedio móvil de 36-60 meses contra un *benchmark* que obviamente debe contemplar el “anclaje de los portafolios” a la sana diversificación que exhiben las AFPs (según lo arriba explicado). El argumento de que este segundo componente ha producido un “efecto manada” que sacrifica rentabilidad no ha podido ser demostrado.

Precisión del detrimento patrimonial

Esta es una recomendación urgente de implementar para superar el perverso efecto de las “asustadurías” sobre los funcionarios públicos que intentan optimizar sus portafolios a través de los instrumentos de coberturas cambiarias o de tasas de interés.

IBR mandatorio

Es ampliamente conocido que el IBR es un mejor indicador del mercado monetario que la DTF. Y, sin embargo, el propio mercado ha dudado en atar sus operaciones crediticias o de capitales al IBR, observándose reversas a favor del IPC-UVR. Este no es un tema que pueda o deba resolverse por “mandatos” del Banco de la República al mercado (dados los problemas históricos con la indexación al UPAC), sino a través de las preferencias de quienes otorgan y demandan crédito o bonos. El gobierno sí puede inducir preferencias hacia el IBR a través de la denominación de su deuda pública, como lo ha hecho en el pasado a través del IPC-UVR vs. tasa fija.

Por último, cabe aplaudir la propuesta de crear un Comité Consultivo con participación de los actores del mercado para tener un lugar de diálogo permanente autoridades-sector financiero. Esta será una buena forma de hacerle seguimiento a este buen trabajo de la Misión. 

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.



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Colmena Seguros S.A.



Colmena
Seguros

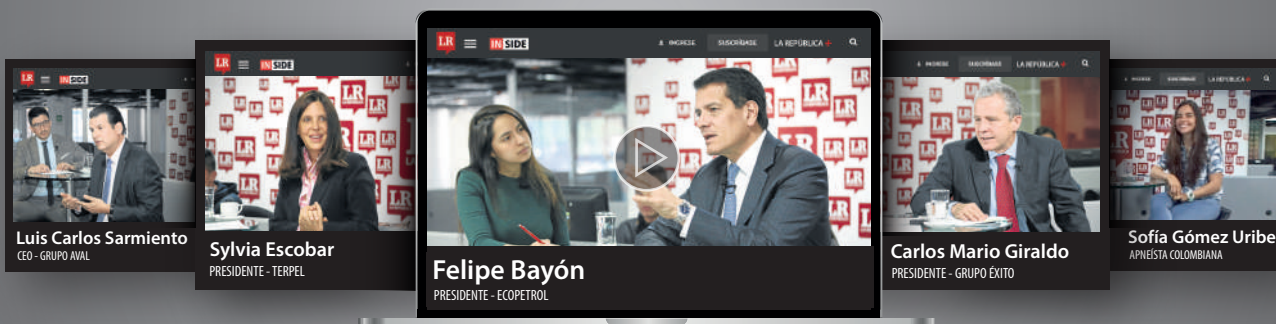




UN DIPLOMADO

EN UN SOLO CLICK

ENTE COMERCIO EDUCACIÓN HACIENDA MEDIOS BANCOS ENERGÍA AUTOMOTOR MEDIOS SALUD MINAS INDUSTRIA



CONOZCA LAS ENSEÑANZAS
DE MÁS DE 500 EMPRESARIOS
EN UN SOLO LUGAR

larepublica.co



Recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales en los frentes pensionales y de AFPs



Por: Diego Jara*

La tarea encomendada difícilmente podía ser más interesante, desafiante y relevante: emitir un conjunto de recomendaciones con el objetivo de permitir un despegue asertivo del Mercado de Capitales en Colombia. Por fortuna, el apoyo de autoridades, agentes del mercado, la academia e inversionistas fue absoluto, ofreciendo un robusto soporte a la Misión del Mercado de Capitales.

El alcance abarcaba el Mercado de Capitales. Elementos propios de reformas pensionales o tributarias no eran considerados, aunque claramente existen zonas comunes.

El arranque de la Misión aprovechó el diagnóstico que autoridades y agentes han producido en los últimos años: contamos con un mercado poco profundo, ilíquido, en ocasiones con altos costos para operaciones sencillas, lo que aleja a los inversionistas



* Coordinador de la Misión del Mercado de Capitales y Director de Quantil.
E-mail: diego.jara@quantil.com.co

del mercado, desaprovecha canales potenciales de distribución de capital, y crea un difícil entorno para oferentes de productos.

Colombia no es única en el debilitamiento de indicadores de su mercado. En Estados Unidos, el número de acciones listadas es hoy la mitad de lo que era hace veinte años, y la liquidez del mundo de deuda corporativa ha sufrido reducciones importantes. Situaciones similares se presentan en países pares de Colombia (aunque aquí la problemática es algo más profunda).

El alcance de este artículo no es describir las recomendaciones de la Misión y su justificación; esto se recoge en el informe final de la Misión, entregado recientemente. La oportunidad se puede aprovechar mejor escogiendo selectivamente puntos que han generado más discusión para profundizar sobre su conveniencia, sus dificultades de implementación y sus plausibles impactos; el tema de regulación de las AFPs es protagónico.

Se comenzará por un resumen de la estructura de las recomendaciones planteadas, seguido por puntos relevantes a considerar en una eventual implementación.

El Qué. Estructura de las recomendaciones

El camino recorrido fue complejo, como se esperaba; el producto final en su misma estructura difiere de las expectativas vislumbradas inicialmente. En esencia, lo que en un principio parecía requerir un recorrido por “oferta, demanda e infraestructura” para priorizar ele-

mentos inconvenientes, se transformó en una plataforma de principios rectores subyacentes en las discusiones posteriores.

Estos principios establecen la razón de ser de las recomendaciones. Primero, debe buscarse un mercado que sirva a la sociedad para potenciar su crecimiento y bienestar; el mercado debe ser inclusivo y propender por canalizar eficientemente el recorrido del capital desde quien lo tiene hasta quien lo necesita. Idealmente, la sociedad entenderá este mercado como suyo y no como algo ajeno al servicio de intereses particulares.

Segundo, debe fomentarse la participación de nuevos inversionistas, en un entorno de ampliación del tipo de riesgos que pueden operarse en el mercado. Tercero, hay que propender por un ambiente proclive a la competencia y la eficiencia. Cuarto, debe buscarse consistencia regulatoria para productos y actividades, buscando evitar arbitrajes y la desigualdad de condiciones entre participantes. Quinto, es importante fortalecer el gobierno corporativo del mercado y buscar estándares robustos de profesionalismo de sus participantes. Sexto, debe enfocarse la regulación y supervisión de los mercados hacia principios de gestión de riesgo, migrando del estado actual de reglas desligadas de los objetivos de los portafolios de inversión; un proteccionismo excesivo, paradójicamente, no es el camino más eficaz para proteger a los consumidores.

El informe final elaboró un listado de más de 70 recomendaciones puntuales, agregadas en 22 temas, a su vez segmentadas en 8 macro-temas, tal como muestra el gráfico 1.

Vale la pena resaltar un punto aparentemente ausente: las Fintech y su plausible ubicuidad en el Mercado de Capitales en el mediano plazo. Puntualmente, no se buscó aislar las Fintech como un sector especial, muy en línea con el cuarto principio rector. Sin embargo, la Comisión no fue ajena a esta realidad: la estructura conceptual de los temas listados permite una amplia cabida a una eficiente incorporación de tecnologías modernas dedicadas a facilitar la actividad financiera para la población en general.

El ejercicio de mapear las recomendaciones a los principios rectores plantea una carga de prueba de cumplimiento del objetivo de la Misión. Si bien el plano teórico es el único disponible para estimar esta relación, un análisis preliminar permite anticipar que la eventual implementación de las recomendaciones efectivamente movería el mercado en direcciones consistentes con los principios.

¿Cómo? Elementos de una eventual implementación

Es importante entender las recomendaciones como los cimientos de un marco que permita a las autoridades diagramar el plausible desarrollo futuro del mercado. En este sentido, no definen una receta a seguir. En efecto, es importante que el uso que se dé a las recomendaciones observe su complejidad, consecuencialidad y complementariedad al implementarlas.

Comencemos por la complejidad: la dificultad que la discusión de las recomendaciones presenta en el

Gráfico 1. Macro-temas de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales



Fuente: elaboración de los autores.

campo técnico se ampliará ante el entorno político, y la voluntad de los participantes a realizar los cambios. Es clara la natural preferencia por el *statu quo* que, aunado a la rigidez cultural de los mercados, puede impedir un consenso conceptual de las expectativas de los agentes del mercado.

En adición, las recomendaciones de la Misión se mantuvieron en un plano conceptual, evitando precisar detalles numéricos que naturalmente sean del orbe del regulador. De hecho, no tiene sentido desgastarse en el detalle si no hay acuerdo en el concepto. No obstante, la Comisión entiende el reto que presenta la especificación numérica de elementos regulatorios inmersos en las recomendaciones. La socialización de las recomendaciones y su profunda discusión pueden servir como atenuantes en este punto. Es clara la necesidad de un “doliente” para que

las recomendaciones de la Misión puedan llegar a una siguiente fase.

Sigue la consecuencialidad: el impacto que las recomendaciones pueden tener en el Mercado de Capitales. Anticipar este impacto es deseable, pero complejo. Es importante, sin embargo, estimarlo y trazar objetivos medibles. De esta forma será factible monitorear brechas entre impactos esperados y realizados, tarea vital para poder corregir el rumbo cuando se considere necesario.

Luego está la complementariedad, elemento que hace alusión a la relación entre las distintas recomendaciones y el orden causal presente en una implementación. El orden de los factores puede afectar el producto; esto alerta sobre la necesidad de diseñar cuidadosamente el plan de ataque para implementar los diferentes puntos. Se debe evitar la clara tentación que puede existir para

comenzar por aquellos puntos más sencillos de implementar.

Dos puntos adicionales: primero, las recomendaciones en general apuntan a la necesidad de un alto grado de disciplina de los participantes del mercado. Así, es natural que la implementación contenga un espacio para definir las consecuencias que deben enfrentar los agentes por salirse de la normativa propuesta. Segundo, de forma casi utópica se aspira a que las discusiones necesarias para movilizar la Misión a esa fase posterior se mantengan sobre la búsqueda del bienestar de la sociedad.

¿Por qué? Una caminata aleatoria a través de algunas recomendaciones

Desde la presentación del listado preliminar de recomendaciones se

han recibido comentarios constructivos. El siguiente recorrido busca seguir alimentando esta discusión, alrededor de algunas recomendaciones (sin orden particular) que han ameritado dudas respecto a lo que se quiso decir, su impacto, y su posibilidad de implementación.

Considerando que las recomendaciones en general apuntan a modificaciones de la regulación y normativa, parece obligado pensar en la razón de ser de la regulación. Laffont y Tirole (1993) definen la regulación como un contrato (que especifica deberes, derechos y restricciones) entre el gobierno y las empresas que operan en un determinado sector; distinguen regulación “de control” (seguimiento de unas reglas específicas) de regulación “por incentivos” (cuyo propósito es optimizar el resultado final para el consumidor vía una alineación de incentivos en donde las empresas maximizan su propia utilidad). El trabajo de la Misión adopta el enfoque de regulación por incentivos para desarrollar sus recomendaciones. Creemos que este es el camino adecuado para potencializar los esfuerzos hacia metas comunes.

Liderazgo del gobierno

Un puñado de recomendaciones va dirigido a que el mercado modifique estándares que por distintas razones se han desviado de estándares internacionales, dificultando la relación transaccional entre locales, y entre locales y extranjeros. Específicamente, estas recomendaciones expresan lo deseable que puede ser para el mercado ampliar horarios de operación, transformar el estándar T+0 al internacional (T+2), permitir el neteo multilateral para facilitar el manejo

de liquidez de entidades financieras, y adoptar finalmente el IBR como reemplazo de la DTF. Ahora, estas recomendaciones otorgan un papel protagonista al Gobierno en el camino hacia el cambio. La percepción es que, a pesar de que estos estándares dependen del mercado, y deberían gestarse como consecuencia de un interés propio, en el entorno actual se puede necesitar un apoyo de las autoridades. Paradójicamente, es el mismo mercado el que reconoce esta situación.

La intención no es tener un regulador paternalista que micro-administre y obligue los estándares que el mercado debería diseñar para su propio uso. Alternativas como plantear elementos que induzcan al cambio, o incentivos que los promuevan, o simplemente actuar como mediador pueden ser consideradas con este fin.

Private Placements

Un listado de recomendaciones busca ampliar la posibilidad de colocación de productos para emisores. En particular, la organización de un mercado privado (Private Placements), que seguiría el ejemplo de mercados internacionales, facilitaría la negociación de valores entre vendedor y comprador (quien debería ser un inversionista calificado). El valor debería registrarse, pero la transacción (la emisión como tal) no requeriría el permiso de la Superintendencia Financiera. Esta dinámica busca ampliar el campo de acción y, por lo tanto, la competencia de la oferta.

Esto puede volver menos atractivo el mercado público tradicional. Es posible, aunque la historia reciente de un opaco volumen de emisiones, particularmente en renta variable,

reduce esta preocupación. En adición, no debería argumentarse en contra de ampliar las alternativas disponibles; por construcción, no se dejaría al mercado en agregado en peor situación. En cambio, puede mejorar la situación actual, al volver más competitivo el escenario y plausiblemente más eficiente el recorrido del capital desde el dueño hasta su demandante.

Por otro lado, se puede argumentar que este no es un cuello de botella para el mercado de renta variable; en otras palabras, que abrir un mercado privado para inversionistas profesionales no solucionará el bajo apetito hacia las acciones, lo cual es consecuencia de un historial de bajos dividendos y desvalorizaciones del mercado accionario colombiano. Así es. Esta recomendación está encaminada a abrirle espacio a oferentes de valores, no a garantizar su rendimiento. Ahora, puede esperarse que una ampliación del espectro competitivo en la oferta abra campo a más alternativas para los inversionistas y a su vez a una mejora en el comportamiento de pagos de dividendos y de rendimientos en general.

Una recomendación de este listado debe discutirse con mayor profundidad: la exigencia de una mayor responsabilidad por parte de los agentes asesores y estructuradores de una emisión, en el mercado privado y público. Es clara la desventaja: un mayor costo del proceso de emisión, que es justamente uno de los puntos a resolver. La ventaja también parece clara: una asertiva protección al inversionista por medio del canal más directo que tiene el regulador para este fin y que consiste en una adecuada declaración de información relevante. Sin perjuicio de que análi-

sis alternativos pueden enriquecer la discusión, a ojos de la Comisión el beneficio parece superar los costos, y es un elemento necesario para poder dar la señal al mundo inversionista, local y extranjero, de la seriedad y robustez del mercado primario.

Regulación de las AFPs

Los Fondos de Pensiones tienen como misión propender por una pensión adecuada para sus afiliados; su misión no es buscar el desarrollo del Mercado de Capitales. No obstante, las recomendaciones buscan un efecto positivo en las dos direcciones.

Se puede resumir el conjunto de recomendaciones en siete puntos.

1. Primero, enfocar regulación y supervisión a principios de gestión de riesgos. Si bien la Superintendencia Financiera ha avanzado de forma importante, la regulación viene rezagada en ese enfoque. Esta moneda puede tener muchas caras. Una es el cambio de cultura de las áreas de riesgo: la Superintendencia puede y debe jugar un papel de liderazgo para que estas áreas reenfoquen su actividad hacia una que constantemente piense en el riesgo de los ahorros y futuras pensiones de los afiliados. Definir cupos y controlar que se mantengan las inversiones dentro de los límites permitidos es necesario, pero no es lo más importante. Cada inversión debería formular la pregunta del riesgo y el beneficio que traería para cada afiliado.

Otra es la definición idónea de la variable objetivo que las AFPs

deberían optimizar. La Misión ha mencionado las “unidades de pensión”, pensando en aquella cantidad relevante para un futuro pensionado; plausiblemente podría pensarse en unidades de consumo futuro. Es decir, la pensión futura servirá al pensionado para soportar su consumo en la etapa de retiro. Optimizar esta posibilidad de consumo (corrigiendo por riesgo) sería una forma directa de gestionar el riesgo del afiliado, considerando la naturaleza de los recursos administrados.

Una tercera es propender por una adecuada segmentación de afiliados; la reforma de multifondos se movió en la dirección correcta del reconocimiento de la diversidad de necesidades de los afiliados. Sin embargo, se quedó corta. Tres tipos de portafolios (en acumulación) para millones de afiliados, donde la única variable en consideración es la edad, no corresponde con la complejidad que debe resolverse. En efecto, es natural que sean las administradoras las que perfilen a sus afiliados, diseñen para cada uno su estrategia, y segmenten según similitud de necesidades. Cada segmento debería tener su propio portafolio. Esto es dirigir la cultura de la industria hacia una verdadera gestión de los riesgos de los afiliados.

2. El segundo punto es orientar el régimen de inversiones hacia principios, lo que implica eliminar las restricciones de inversión (excepto la de inversión en vinculados, cuya naturaleza es proteger al afiliado contra materializaciones negativas de los conflictos de interés que naturalmen-

“La dificultad que la discusión de las recomendaciones presenta en el campo técnico se amplía ante el entorno político, y la voluntad de los participantes a realizar los cambios. Es clara la natural preferencia por el *statu quo* que, aunado a la rigidez cultural de los mercados, puede impedir un consenso conceptual de las expectativas de los agentes del mercado.”

te se presentan). Esta recomendación reconoce que las restricciones actuales en ningún momento han tenido como objetivo maximizar la pensión futura de los afiliados. La intención entonces es buscar esta optimización directamente mediante la alineación de incentivos de la administradora con los de sus afiliados, como lo sugieren los siguientes puntos. Un corolario es la obligada actividad para las AFPs de establecer la variable objetivo, implementar un adecuado proceso de diseño de portafolios, definir *benchmarks* y *tracking errors*, y perfilar y segmentar a sus afiliados.

Esta recomendación no toma en consideración si las restricciones actuales son estrictas o no. De hecho, en su mayoría no lo son (ahora, en el análisis se destacó la restricción del 30% a emisiones individuales como estricta y perjudicial para el desarrollo del Mercado de Capitales); pero esta puede ser mayor razón para eliminar elementos sin objetivo alguno (y no esperar a que se vuelvan estrictas para elevar la discusión).

3. El tercer punto recomienda eliminar la rentabilidad mínima. La razón: no se evidencia en este elemento una alineación apropiada de incentivos. Si bien se entiende que su objetivo es proteger al afiliado, no es claro que se logre esta meta eficientemente; pero la discusión debe ir más allá de mantener el *statu quo* como respuesta a la natural resistencia al cambio. Es decir, la carga de la prueba no debe ser demostrar que la rentabilidad mínima ha sido dañina para removerla. La carga debe estar en demostrar que la rentabilidad mínima promueve asertivamente la optimización de las pensiones futuras

para mantenerla. Ahora, este elemento no fue creado con esa intención: el diseño de la regulación actual castiga fuertemente por no cumplir con un mínimo (que depende del comportamiento de los pares), y no premia por cumplir con un objetivo relevante para el afiliado. Esto justifica su remoción, y exige una regulación que asegure que si a la AFP le va bien, entonces al afiliado le va bien. El elemento que permite este diseño es el de la comisión por desempeño.

Cabe anotar que la Reserva de Estabilización (creada para soportar el cumplimiento de la Rentabilidad Mínima) obliga a las AFPs a invertir en sus fondos, y en ese sentido puede mantenerse como un elemento de alineación de incentivos (plausiblemente reduciendo su monto).

4. El cuarto punto reconoce que existe un problema de incentivos al agrupar en un número fijo la comisión por administración y el seguro previsional, y recomienda separarlos. El pago del seguro previsional, en adición, podría beneficiarse de elementos como la posibilidad de subastar según segmentos de afiliados. Por otra parte, se evidencia la necesidad de que el Estado cubra el riesgo que no le corresponde cubrir a las aseguradoras: la posibilidad de que las Altas Cortes fallen en contra de los requisitos regulatorios necesarios para acceder a una pensión de supervivencia. La situación actual cohibe el desarrollo del mercado de rentas vitalicias.

5. El quinto punto busca alinear directamente los incentivos de las AFPs con los intereses de

sus afiliados. ¿Cómo? Una posibilidad es definir una comisión “fija” que busque cubrir los costos de operación (lo cual puede variar fuertemente entre AFPs, pero asimismo puede servir como señal de eficiencia operativa) y otra porción variable que sea función del beneficio generado al afiliado. Varios retos se presentan al dilucidar plausibles parametrizaciones. Se resaltan dos: alinear horizontes y evitar una toma excesiva de riesgos en busca de la comisión de desempeño. El sector de *asset management* ha desarrollado soluciones parciales a estos problemas que pueden ser considerados en el diseño de la regulación. Cabe anotar que la intención no es “aumentar” o “reducir” las comisiones de las AFPs. El enfoque es el de alineación: que la AFP genere más comisiones si el comportamiento de la variable objetivo lo justifica.

6. El sexto punto reconoce que todos estos cambios exigen un fortalecimiento del gobierno corporativo de las AFPs: robusta gestión de conflictos de interés y mayor transparencia en la información al afiliado (perfilamiento, costos asignados al fondo, inversión en entidades vinculadas) son dos elementos de análisis. Casualmente, hace poco se presentó el nuevo *Stewardship Code* en Gran Bretaña, diseñado para proteger los intereses de ahorradores y pensionados y asegurar que sus inversiones sean manejadas responsablemente. El código exige a los gestores exponer la forma como las inversiones y el ejercicio de los derechos políticos están alineados con los intereses

de los clientes. Este marco puede ser una referencia interesante.

7

● El séptimo punto propone una autorización explícita a la posibilidad de contratar mandatos de inversión como una tercerización de la gestión de porciones específicas de los fondos. En línea con la búsqueda de la eficiencia en el proceso de inversión, esta recomendación replicaría modelos que han sido implementados exitosamente por instituciones como el Banco de la República.

Petrecolli (2018) habla de barreras de entrada y evidencia la alta concentración del sector. Se ha argumentado que el problema no es este, sino la falta de profundidad del mercado. En efecto, la intención es que el conjunto de recomendaciones de la Misión ayude en esta dirección. Este capítulo de AFPs se basa en la alineación de incentivos.

Un comentario pide buscar ajustes evolutivos y evitar cambios drásticos, considerando que el historial es exitoso. Esta argumentación parece esperar que correcciones menores eventualmente convergerán a una regulación adecuada. El análisis de la Misión concluye en dirección opuesta. El diseño de la regulación debe construirse íntegramente con el objetivo de optimizar el beneficio para el afiliado. La estructura actual no fue pensada con ese fin, y se encuentra muy lejos de un diseño adecuado.

Recursos públicos

Los recursos públicos representan posibilidades para apoyar el desarro-

llo del Mercado de Capitales, y esto genera oportunidades para mejorar la eficiencia con la que se gestionan. Las recomendaciones en este capítulo dependen de una en particular: la aclaración de la aplicación del detrimento patrimonial. Específicamente, pérdidas de capital (y en la compra aislada de un activo) que sean consecuencia de la dinámica natural del mercado difícilmente justificarían, por sí solas, un acto intencionado de fraude. Claro, esto supone que las decisiones de inversión obedecen a marcos de acción definidos por reglamentos y políticas.

El entendimiento de que un activo no puede venderse por debajo de su precio de compra tergiversa el comportamiento de los administradores de recursos públicos, incentivando tomas de decisiones de inversión claramente ineficientes y en contra de las mejores prácticas financieras, en aras de escapar a la lupa del detrimento patrimonial. En adición, decisiones de vender posiciones que han presentado pérdidas y pueden seguir ahondando la situación (momentos para aplicar un *stop loss*) se postergan por la misma razón.

Las otras recomendaciones buscan una mayor eficiencia y robustez en los procesos de toma de decisión del movimiento de recursos públicos:

(i) profundizar el manejo de recursos públicos pensionales y alinear el enfoque con lo propuesto para los Fondos de Pensiones Obligatorias; (ii) alinear la normativa de enajenación de activos públicos con estándares internacionales para atraer inversionistas; y (iii) organizar las tenencias del Estado en una *holding* que permita centralizar adecuadamente decisiones de financiación y emisión.

Educación financiera

Se ha dejado mucho tema para futuras discusiones, pero es importante cerrar con la piedra angular: la educación financiera y económica, en particular con relación a la participación en el Mercado de Capitales de agentes, autoridades, inversionistas y ciudadanía en general. Este es el camino adecuado para que la sociedad se apropie de lo que es suyo, que fuerce al sector hacia la eficiencia y accesibilidad, y que todas estas discusiones puedan tener como contraparte a los consumidores.

Cómo aterrizar esta intención no es tarea fácil, pero existen iniciativas que buscan justamente esto. Lo que queda claro es que se debe recurrir a la creatividad para poder capturar la atención (hoy tan escasa) de los dolientes. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Laffont J.-J. & Tirole J. (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press Books, The MIT Press, edition 1, volume 1, number 0262121743.

Petrecolli D. (2019), *Condiciones de competencia en la industria de gestión de activos en Colombia*, Banco Mundial.

La reforma de la Contraloría: una oportunidad para mejorar el control en megaproyectos



Por: Jaime Millán Ángel ¹ y Alfonso Sánchez Cadavid ²

Introducción

La reforma a la Contraloría General de La República (CGR), aprobada recientemente por el Congreso, doblará el presupuesto de esta entidad, lo que según el Contralor (que lideró la reforma) se traducirá en más personal y mejores sistemas de auditaje.

Al incorporar como herramienta clave el control concomitante de la gestión de proyectos, permitirá tecnificar y mejorar el control. Mucho dependerá de la forma como se implemente la Ley, ya que la reforma conlleva cuatro grandes riesgos: (1) que continúe la tradicional captura por los jefes políticos y los cargos no se adjudiquen por competencia y calificaciones, sino por conexiones políticas; (2) que se continúen enfatizando las auditorías *post mortem* de

cumplimiento de requisitos formales en busca de evidencias de corrupción o de omisión de requisitos legales, sin remediar a tiempo los problemas; (3) que, como consecuencia de lo anterior, no se dé prelación a las auditorías de desempeño y resultados institucionales y a las auditorías preventivas de mapeo y mitigación de riesgos; y (4) que se desperdicie la oportunidad para adecuar los métodos de auditoría a la naturaleza y complejidad de los proyectos

¹ Ph.D. Ex jefe de la sección de Economía de la División de Energía del BID, Consultor Internacional, e-mail: millanuribe@gmail.com

² Ex jefe de la oficina de políticas de contratación del Banco Mundial.



grandes (como refinerías, puertos, grandes centrales de generación), cuyas incertidumbres inherentes son imposibles de eliminar. El adecuado manejo del riesgo y de la incertidumbre es clave en los megaproyectos. Su auditoría requiere instrumentos y metodologías distintas a las que pueden aplicarse a proyectos sencillos, como la construcción de andenes o la pavimentación de vías secundarias.

El Contralor tiene en sus manos una excelente oportunidad para adecuar la CGR a las necesidades de un estado moderno. Ello implica priorizar la auditoría preventiva de fortalecimiento de controles institucionales y mitigación de riesgos sobre la auditoría tradicional de cumplimiento normativo que identifica deficiencias procedimentales y eventuales malos manejos *post mortem*, y que, por su naturaleza, agrega poco valor a las instituciones y a los proyectos.

Para ilustrar los retos que enfrenta la reforma, en este artículo se analizan las intervenciones recientes de los organismos de control del Estado, en general, y de la CGR, en particular, en dos proyectos de importancia capital para la economía del país. Estas intervenciones en general se llevaron a cabo según el enfoque tradicional de auditoría, que persigue el cumplimiento de formalidades y la búsqueda de culpables cuando los proyectos no salen como han sido planeados, pero que no considera explícitamente los riesgos e incertidumbre inherentes como elementos de juicio para dictaminar si el manejo de un proyecto y sus contingencias ha sido el mejor posible. Implícitamente, este enfoque ignora que el manejo del riesgo y de la incertidumbre en el megaproyecto es de la esencia del gerenciamiento de este tipo de proyectos. Por eso, el foco principal de una

auditoría moderna de megaproyectos debe ser la idoneidad de la gestión de los riesgos, y no el cumplimiento de las formalidades procedimentales. Desde luego, eso implica tener en cuenta la economía, la eficiencia y la integridad en el uso de los recursos. Los dos megaproyectos con que queremos ilustrar el análisis son Reficar³ e Hidroituango. El análisis se centra en:

- El tratamiento en los informes de auditoría de los riesgos, su materialización y su manejo por las autoridades del proyecto.
- Las metodologías de análisis técnico-financiero y económico usadas por los auditores.
- La calidad de la asesoría técnica suministrada a la CGR frente a la complejidad de los problemas analizados.
- La consideración por la CGR de las respuestas de los gestores del proyecto a las observaciones de la auditoría.

Antes de analizar los dos proyectos, conviene dejar claro por qué los megaproyectos son diferentes y qué dicen los más importantes expertos y académicos sobre el manejo de los riesgos en estos proyectos.

La incertidumbre inherente a un megaproyecto de inversión

Todo megaproyecto es riesgoso. Usualmente, un megaproyecto tiene un horizonte de planeación largo,

es complejo técnicamente, algunos elementos de su diseño pueden ser inflexibles, puede sufrir cambios de alcance en el camino, y enfrenta numerosos riesgos técnicos, algunos con una probabilidad muy baja, pero un potencial efecto devastador. Además, esto se complica por las interacciones entre múltiples actores que pueden tener intereses contrapuestos, por problemas de agencia y búsqueda de rentas, y porque la gerencia de un megaproyecto suele estar sobrecargada y es discontinua en diversos aspectos. En el caso de obras subterráneas o de gran envergadura y complejidad como Hidroituango, la incertidumbre se incrementa por la imposibilidad de predecir con precisión absoluta la geología y los eventos naturales derivados que puedan ocurrir. Por esto, todo gran proyecto incluye importantes márgenes para imprevistos de costos y tiempo. Pero no los incluye para eventos no controlables, extremos o catastróficos, los cuales se aseguran con aseguradores de reputación y solvencia reconocidas. Consecuentemente, una auditoría idónea debe cerciorarse de que: (1) la estrategia de manejo de contingencias observa las mejores prácticas; y (2) en caso de producirse un evento extremo, las decisiones que se tomaron para minimizar los perjuicios fueron las más adecuadas y factibles bajo las circunstancias en que se presentaron.

Los sobrecostos y las demoras

Bent Flyvbjerg, profesor de la Universidad de Oxford, ha estudiado durante décadas lo que él ha llamado

³ En este caso se discuten metodologías usadas por la Fiscalía para imputar cargos.

la Ley de Hierro de la infraestructura: “más proyectos con sobrecostos, demoras y menos beneficios”. La lista de proyectos con esos problemas es larga y creciente. Integran la lista numerosos proyectos hidroeléctricos y refinerías, y también algunos de infraestructura vial.

Recientemente Flyvbjerg reunió en el *Oxford Handbook of Megaprojects* 16 artículos de diversos autores que indagan sobre las posibles causas de la subestimación de los costos y proponen soluciones. Las causas principales de los retrasos y sobrecostos son: (1) subestimación o ignorancia de la incertidumbre y de que las cosas pueden salir mal; (2) manejo inadecuado de las relaciones con los grupos de interés y los afectados por los proyectos; (3) manejo inflexible de la contratación; y (4) sesgo optimista de quienes hacen los planes y presupuestos. Notablemente, aunque los sobrecostos rara vez pueden evitarse, la corrupción no se encuentra entre una de sus causas más importantes.

Daniel Kahneman, premio Nobel de Economía, ha analizado en detalle el sesgo optimista de los planificadores y estimadores de costos (Kahneman, Lovallo y Sibony, 2011; Kahneman, 2017). De acuerdo con Kahneman, todo pronóstico está influenciado por los sesgos cognitivos de quien lo hace, sesgos que llevan a ignorar experiencias de otros proyectos, a subestimar la ocurrencia de eventos improbables, pero potencialmente catastróficos, y, en general, a ser demasiado optimista. El sesgo optimista es muy difícil de controlar porque afecta a todos los interesados en el proyecto (diseñadores, propietarios y políticos). Este optimismo no es necesariamente doloso, a menos de que las personas que hacen los cálcu-

los tengan intereses particulares en el desarrollo del proyecto.

Los sesgos también pueden incrementarse debido a incentivos perversos, como lo observa Flyvbjerg. Por ejemplo, la inflexibilidad y rigidez impuesta por los cronogramas obstaculiza la alerta oportuna de demoras a los niveles adecuados de decisión. Simmon Bennett⁴, ingeniero civil, experto en comunicación y exdirector de manejo de grupos de interés de Crossrail, explica que los cronogramas son un arma de doble filo. Aunque hay que tener un cronograma para organizar la ejecución, una vez se establece y publica una fecha de terminación, las partes involucradas tienden a resistirse a modificarla, incluso cuando deberían hacerlo. De esta manera, la fecha publicada de terminación se convierte en enemiga de la buena ejecución.

La preocupación con los sobrecostos no es nueva. Albert O. Hirschman, famoso economista del desarrollo, en su libro *Development Projects Observed*, publicado en 1967, recoge sus experiencias después de visitar 22 proyectos financiados por el Banco Mundial. Hirschman encontró que, en casi todos ellos, los evaluadores subestimaron sustancialmente los costos. También en algunos casos subestimaron los beneficios y la capacidad de los gestores para ajustarse a las incertidumbres y encontrar soluciones. Hirschman destaca la incertidumbre inherente en los proyectos y se centra en la capacidad de responder a la misma, incluyendo oportunidades imprevistas. Lo que a él realmente le interesaba era el aprendizaje que se podría lograr con la ejecución de proyectos. Hirschman recomendaba al Banco Mundial evitar la búsqueda de la certeza en sus análisis de proyectos y, en lugar de eso, exponer la incertidumbre, indicando el rango

de posibles resultados (Alacevich, 2011). En un posfacio a la edición del libro de Hirschman en 2015, Michelle Alacevich también enfatiza que deberían hacerse diseños más resilientes, que puedan responder no solo a los riesgos conocidos, sino a eventos no considerados.

No todos los atrasos ni los sobrecostos son inevitables. Algunas de las prácticas propuestas por Flyvbjerg, como también los llamados análisis *pre mortem*⁵, pueden reducir la incertidumbre, ya sea haciendo proyecciones más realistas o tomando medidas que permitan una respuesta más adecuada a la materialización de eventos imprevistos o imprevisibles.

Debido a todos estos factores de incertidumbre, siempre es necesario hacer cambios de diseño y reestimaciones de costos en los proyectos para afrontar imprevistos y minimizar los perjuicios, y no se puede automáticamente presumir dolo, negligencia o incompetencia donde no los hay necesariamente, sin considerar los beneficios de los cambios frente a no hacerlos.

Los casos de Hidroituango y Reficar

La literatura mundial sobre el tema muestra que casi sin excepción los llamados megaproyectos han tenido atrasos, han requerido modificaciones y han tenido sobrecostos. Hidroituango y Reficar son de esa familia y no han escapado al patrón descrito. Sin

⁴ Citado por James O'Malley en “Big Project Big Delay”, E&T Magazine, September 2019.

⁵ En los cuales se busca identificar de antemano todas las causas posibles que lleven a la falla de un proyecto.

embargo, los entes de control frente a los imprevistos en estos dos megaproyectos se han concentrado en la cuantificación de los atrasos y sus costos asociados, y en la asignación de responsabilidades con base en un tratamiento muy limitado de los análisis de riesgos, de su complejidad y de la forma cómo se administraron los imprevistos. El supuesto implícito en el informe de la CGR sobre Hidroituango (CGR 2019)⁶ es que todas las contingencias se podrían haber eliminado con mejor planeación, diseños más detallados y trámite oportuno de las licencias ambientales. Este problema de enfoque se manifiesta también en los errores metodológicos en el cálculo de los perjuicios o detrimento patrimonial que se encuentran en los informes de la CGR sobre Hidroituango y de la Fiscalía sobre Reficar.

El informe de la CGR sobre Hidroituango indica que hubo atrasos en el contrato de construcción de vías de acceso a las obras, principalmente por deficiencias del contratista y por fallas de diseño (no claramente especificadas). Relata las acciones de EPM para corregir las deficiencias y cómo, ante la falta de una respuesta adecuada por parte del contratista, decide cancelar el contrato y dárselo al contratista principal de la obra ya seleccionado para ese entonces. EPM empieza entonces a explorar las formas de recuperar el atraso, lo que culmina en la decisión de hacer un túnel de desviación adicional y en cambiar la estrategia de manejo del río durante la construcción de la presa. Este túnel falló por causas aún en discusión y se generaron entonces las consecuencias aguas abajo y los retrasos ya conocidos. A partir de esta historia, el informe calcula todos los extracostos del proyecto, la destrucción de valor y el lucro cesante, de los cuales responsabiliza a los ejecutores del proyecto.

El informe no evalúa cuáles hubieran sido los escenarios alternativos si: a) no se hubiera buscado un plan de aceleración; b) no se hubiera desviado el río por la casa de máquinas; c) no se hubieran tomado las medidas de recuperación del proyecto; y d) se hubiera decidido abandonarlo. O sea que no hay una evaluación de las decisiones y acciones para mitigar los daños.

El punto más notable en el informe de auditoría de Hidroituango es el sesgo que induce a considerar cualquier aumento del costo inicial estimado o atraso como un detrimento patrimonial, fruto de negligencia y ocultamiento de información. Cabe la pregunta de a quién le corresponde la carga de la prueba y de si los entes controladores tienen la capacidad técnica y cuentan con las metodologías adecuadas para establecer las razones de la diferencia entre lo planeado y lo realizado. El informe tiene muchas afirmaciones

generales sobre deficiencias de diseño, pero no demuestra, más allá de cualquier duda razonable, que este es el caso, ni dice cuál hubiera sido el nivel de detalle necesario para considerarlo adecuado. Para esto, los entes deberían contar con la asesoría técnica y financiera que tenga calificaciones iguales o superiores a la utilizada por los ejecutores del proyecto. En el caso de proyectos de alta complejidad, los asesores de la CGR deberían seleccionarse con base en calificaciones académicas y experiencia reconocida, igual o superior a las de las juntas de asesores, publicadas en la prensa para asegurar su idoneidad y beneficiar la transparencia.

El informe de la CGR contiene numerosos juicios que, en su parecer, soportan la afirmación de que el incidente de Hidroituango se debió a una planificación defectuosa y culposa (cuadro 1). Para ello se

Cuadro 1. La argumentación del informe de la CGR sobre Hidroituango



Fuente: elaboración de los autores.

“Las múltiples decisiones tomadas sobre los diseños originales del proyecto y las numerosas y frecuentes Actas de Modificación Bilateral que tuvieron los contratos de obras principales generan incertidumbre sobre el cumplimiento del principio de planeación que debe orientar la gestión de los recursos públicos.”

“Por el impacto social, ambiental y económico que estos proyectos producen, deben cumplir con altos estándares de diseño y construcción; sin embargo, se evidenciaron debilidades en los estudios técnicos tanto en obras de la logística inicial, como de las obras principales, que ocasionaron modificaciones a los contratos por mayores cantidades de obras, inclusión de nuevos ítems, rediseños y cambios de técnicas constructivas, lo que generó mayor tiempo y costos para el proyecto.”

⁶ INFORME DE ACTUACIÓN ESPECIAL-Control excepcional a los recursos del proyecto de generación eléctrica - Julio de 2019.

basa en informes de la Gobernación de Antioquia y en consultores no identificados, desechando las explicaciones de EPM o de su Panel de Asesores, así como las más recientes provenientes de asesores del BID, como financiador del proyecto. También ignora el hecho de que los aseguradores hayan decidido aceptar el reclamo de EPM.

No es del caso debatir aquí todos los hallazgos del informe, ni asegurar que todos son errados, pero hay aseveraciones que indican una posible falta de rigor con que se esgrimieron y se ratificaron después de haber recibido explicaciones de EPM. Para evaluar la viabilidad del proyecto Hidroituango, el informe de la Contraloría comparó el presupuesto disponible al momento de la firma del acuerdo BOOMT (*Built, Own, Operate, Maintain and Transfer*) en 2009, que no incluía imprevistos y reajustes y era solamente de referencia, con los costos históricos incluyendo estimaciones de los costos de reparación y manteniendo constantes las estimaciones de beneficios.

Según el informe de la CGR, cualquier desviación de los costos respecto al presupuesto con el que se decidió la viabilidad *inicial* del proyecto se convierte en detrimento patrimonial:

“Como se ha señalado, se considera que el presupuesto de inversión estipulado en el contrato BOOMT corresponde al modelo de cierre financiero del proyecto y que a partir de éste se planearon los desarrollos y los resultados iniciales que se pretendían alcanzar con la ejecución y realización de éste, por lo que considerar esta versión como línea base es relevante y totalmente válido como referencia para cualquier evaluación financiera del proyecto”.

“La literatura muestra que los llamados megaproyectos (como Hidroituango y Reficar) suelen tener atrasos y sobrecostos, requiriendo modificaciones. Sin embargo, los entes de control de Colombia, frente a los imprevistos, se han concentrado en la cuantificación de los atrasos y sus costos asociados, y en la asignación de responsabilidades con base en un tratamiento muy limitado de los análisis de riesgos, de su complejidad y de la forma cómo se administraron los imprevistos.”

En el caso de Reficar, los entes de control han insistido igualmente en atribuir la diferencia entre el costo final y el costo estimado inicialmente a corrupción. Más preocupante aún, en su búsqueda de culpables, la Fiscalía sentó un precedente peligroso (Millán, 2018). La Fiscalía acusó a algunos miembros de la Junta de Reficar de ocultar información que hubiera llevado a suspender el proyecto ya en avanzado estado de ejecución. La “información que se ocultó” fue un ítem sobre el Valor Presente Neto (VPN) desde el inicio del proyecto, incluida en una diapositiva sobre la tasa interna de retorno (TIR) que los técnicos de Reficar le habían preparado a su Junta Directiva para que la enviase a la Junta Directiva de Ecopetrol que, como dueño del proyecto, debía decidir si se continuaba con la construcción de la refinería iniciada tres años antes,

a pesar de los mayores costos que se estimaban para completarla.

Quizás la preocupación de la Fiscalía es que los costos previsibles del proyecto en ese momento ya eran más altos de lo calculado a su inicio (lo cual ya no era una novedad para nadie). ¿Debía por consiguiente cancelarse el proyecto? No necesariamente, pues lo relevante para saber si un proyecto debe seguir adelante no es en cuántos costos se ha incurrido, sino cómo se recupera más dinero, cancelando o continuando el proyecto. El VPN del proyecto desde su inicio es totalmente irrelevante para tomar esa decisión.

El dinero que se recupera *cancelando* un proyecto es el VPN (en el momento en que se toma la decisión) de los ingresos por la venta de los activos del proyecto menos los costos en que es preciso incurrir por su cancelación (tales como indemnizaciones y multas por incumplimiento de contratos), todos descontados a la tasa de descuento de referencia. Por su parte, el dinero que se recupera *continuando* el proyecto es el VPN de los ingresos futuros menos los costos aún no incurridos, igualmente descontados (Boardman, 2018).

De haberse tomado la decisión de parar el proyecto, ello sí podría

ser un caso de detrimento a la economía de la empresa y la Fiscalía quizás habría abierto una investigación para encontrar al culpable de haber parado un proyecto que, aunque no había salido como se esperaba, habría podido recuperarse al menos parcialmente.

Si no existe seguridad de que los fiscales y auditores entienden los elementos financieros básicos para tomar sus decisiones, cabe preguntarse cuántos profesionales idóneos y honestos estarán dispuestos en el futuro a tomar cargos de responsabilidad en empresas estatales. Y, por consiguiente, ¿quiénes quedarán al frente?

En el caso de Hidroituango, el celo en la búsqueda de culpables puede poner en peligro el trabajo que diligentemente ejecutan EPM y sus contratistas para reparar el proyecto y ponerlo en marcha, evitando el peligro mayor para las comunidades aguas abajo que implicaría su suspensión. En ambos casos, los costos pertinentes para tomar la decisión de continuar son aquellos en que se incurriría a futuro y no los costos hundidos. La suspensión del proyecto, como lo sugieren algunos, no solamente implicaría la pérdida de los beneficios iguales o mayores a los anticipados, sino los costos de su desmantelamiento, quizás de un orden de magnitud similar al de construirlo, aún si se pudieran controlar los riesgos asociados con tal operación.

La inflexibilidad de la Contraloría para aceptar contraargumentos y el levantamiento de cargos por sumas multimillonarias no ayudarán a que, en adelante, se eviten atrasos y sobrecostos. Lo que sí puede lograr es paralizar la toma de decisiones en grandes proyectos del Estado. Una preocupación central aquí es que no existe en este proceso un mecanismo para resolver posibles desacuerdos entre lo que afirme la Contraloría y lo que digan los encargados del proyecto.

Debido al diseño de la CGR, puede no ser fácil establecer este mecanismo. Sin embargo, mucho puede hacerse para mejorar la calidad de los procesos de responsabilidad fiscal que ella adelanta, mediante normas que se expidan aprovechando la reglamentación de la reforma aprobada. Por ejemplo:

almacafé[®]

Su logística, **nuestra alma**



Comercial



Industrial



Agroindustrial



Café

Gestión de Compras



Gestión de Transporte

Agenciamiento Aduanero



Servicios Especializados en Café

Almacenamiento



Distribución y Despachos

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA
VIGILADO

www.almacafe.com.co

✉ mercadeo@almacafe.com.co

📍 Calle 73 # 8 - 13 / Torre B

☎ (1) 3137200 Ext 1542-1329

LA REFORMA DE LA CONTRALORÍA: UNA OPORTUNIDAD PARA MEJORAR

1. Fortalecer las instancias de investigación y decisión en los procesos de responsabilidad fiscal. Los equipos auditores deben estar integrados por expertos en las disciplinas relevantes, principalmente en los casos que comprometan cuantiosos recursos públicos. En la fase jurisdiccional, por el contrario, la determinación de la responsabilidad fiscal debe corresponder a cuerpos colegiados de abogados expertos.

2. Crear un marco institucional adecuado para realizar el control fiscal de proyectos de inversión que inevitablemente por su naturaleza enfrentan in-

certidumbres inherentes. Desde la fase de diseño de esos proyectos, la CRG debería adelantar los mapas de riesgos, los planes de mitigación, las acciones específicas en caso de materializarse esos riesgos, y las estimaciones razonadas de las implicaciones de costo y tiempo de ejecución.

3. Establecer guías sobre los alcances del concepto de detrimento patrimonial sobre la base de que, en ciertas circunstancias, el encarecimiento de los proyectos se traduce en adiciones de valor, en tanto que en otras el camino correcto no consiste en evitar el daño, sino en mitigarlo.

De aquí que los entes de control no deberían centrarse únicamente en las posibles raíces dolosas o culposas de la materialización de imprevistos, sino también considerar las circunstancias de complejidad de los proyectos y la diligencia e idoneidad de las medidas que se toman para minimizar los impactos adversos. El énfasis principal del control concomitante debería, por lo tanto, asegurar que los proyectos estén utilizando los mejores instrumentos para la identificación y el manejo de los riesgos, en lugar de buscar a toda costa una explicación dolosa para cualquier discrepancia con los planes originales. La reforma de la Contraloría ofrece la oportunidad única de modernizar los sistemas de control del Estado. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alacevich Michelle (2011), Visualizing Uncertainties, or How Albert Hirschman and the World Bank Disagree on Project Appraisal and Development Approaches. Policy Research working Paper 6260 <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/19931?locale-attribute=es>

Boardman Anthony y otros (2018), *Cost Benefit Analysis. Concepts and Practice*, Fifth Edition, Cambridge University Press.

Contraloría General de la República, 2019, Julio. Hidroituango, Informe de Actuación Especial, Control Excepcional a los Recursos del Proyecto de Generación Eléctrica.

Flyvbjerg Bent, Ed.. 2017. Oxford Handbook of Megaprojects <https://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780198732242.001.0001/oxfordhb-9780198732242>

Hirschman Albert (2015), Development Projects Observed. The Brookings Institution. Prefacio por Cass Sunstein, Posfacio por Michelle Alacevich.

Kahneman, D., Lovallo D. and Sibony O. (2011) “Before You Make that Big Decision”. *Harvard Business Review*, June.

Millán Jaime (2018), “Que tan reina es la prueba reina de la fiscalía en el caso Reficar”, <https://www.portafolio.co/opinion/otros-columnistas-1/que-tan-reina-es-la-prueba-reina-de-la-fiscalia-en-el-caso-reficar-523249>

Millán Jaime (2019), “La dificultad de entender la incertidumbre”, <https://www.portafolio.co/economia/infraestructura/jaime-millan-angel-la-dificultad-de-entender-la-incertidumbre-533141>

Combatiendo la manipulación en los mercados financieros



Por: Michel Janna ¹

Un reciente anuncio del Departamento de Justicia de Estados Unidos sorprendió a la comunidad financiera internacional. Se trataba de la acusación formal, en septiembre de 2019, a un grupo de operadores de un reconocido banco por manipular los mercados financieros de metales durante ocho años.



A lo largo de ese período, los implicados simulaban órdenes de compra de contratos de futuros de diferentes metales preciosos que no buscaban ser ejecutadas. Su verdadero objetivo era engañar a otros inversionistas para que creyeran que existía una demanda elevada, y así presionar al alza los precios de estos productos. Una vez logrado su propósito, retiraban de manera instantánea esas

órdenes falsas y ejecutaban inmediatamente una venta al ya elevado precio. También repetían el esquema en sentido contrario, es decir, engañando al mercado con la falsa sensación de un exceso de oferta, lo que generaba una baja en el precio y les permitía hacer compras más baratas.

Cada tanto, situaciones similares ocupan los titulares de la prensa

especializada, en donde se destacan millonarias multas impuestas a personas y entidades financieras cuando, tras largos procesos de investigación, han sido halladas responsables de permitir que sus operadores alteren de manera artificial los precios de valores, monedas o indicadores de referencia. Las consecuencias de estos hechos, no obstante, trascienden a los implicados.

¹ Presidente del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV. E-mail: presidencia@amvcolombia.org.co

El sonado caso de manipulación a la Libor es un claro ejemplo. Si bien fue noticia que las multas impuestas a los bancos responsables de conspirar para manipular dicha tasa ascendieron a más de US\$9.000 millones, además de las consecuencias penales para operadores involucrados, las transacciones cuestionadas asestaron un golpe a la credibilidad del indicador, que contribuyó a su posterior marchitamiento, y que afectaron la confianza del público en el sistema financiero.

Aunque algunas personas podrían excusar este tipo de conductas haciendo referencia a la viveza o, en nuestro contexto, a la ‘malicia criolla’ del operador, la realidad, como acaba de mostrarse, es que representan una grave amenaza a la integridad de los mercados, afectando incluso su capacidad para movilizar recursos de los ahorradores a los inversionistas de manera eficiente, como se expondrá más adelante.

1. Los efectos nocivos de la manipulación

La manipulación hace referencia a los intentos deliberados de incidir en el comportamiento de los demás participantes de un mercado financiero mediante engaños, induciéndolos a actuar de una manera determinada, buscando con ello la obtención de un provecho que, por su naturaleza, es indebido.

Para cumplir con sus objetivos, el manipulador puede valerse de dos mecanismos²:

- Difundir al mercado información engañosa.
- Utilizar los diferentes escenarios de negociación para dar falsos indicios o aparentar la oferta, la demanda, la liquidez o el nivel de precios del activo manipulado.

Respecto al uso de información, esta puede emplearse de diferentes formas para llevar a equívocos, según quien haga uso de ella. Entidades o individuos que gocen de reconocimiento y credibilidad podrían utilizar técnicas de *bluffing* para dar la falsa impresión de contar con datos relevantes, exponiéndolos de manera que beneficien sus intereses. Otra manera es diseminar rumores que generen señales equivocadas sobre factores determinantes en el valor de un activo, o conduzcan a inferir que la demanda, oferta o liquidez de este tendrán cambios inminentes.

Sin embargo, quizás la forma de manipulación más conocida ocurre cuando el operador utiliza los sistemas de negociación o registro para causar un efecto a partir de la realización de posturas, o del cierre de operaciones, presionando los precios en una dirección específica, o dando apariencia de mayor liquidez sobre un activo. En este caso, las

técnicas pueden consistir en “inflar” de manera artificial el tamaño de la demanda u oferta de una especie, ingresando posturas en las pilas de un sistema de negociación para aumentar profundidad, o en aparentar que un activo tiene liquidez, mediante operaciones concertadas que no tienen efectos económicos.

En mercados automatizados, la manipulación se puede llevar a cabo mediante algoritmos diseñados con los mismos propósitos señalados previamente. Ahora bien, en entornos en los que la interacción humana pierde protagonismo frente a la que se da entre máquinas, entran en juego nuevos factores. En la actualidad, se cuestionan técnicas de operación que tienen como efecto la ralentización de los sistemas de negociación, pues obstaculizan la participación de otros agentes en el mercado, incluso por milésimas de segundo. En la era de la inmediatez, cobra más vigencia que nunca la máxima: el tiempo es oro.

Sin importar el mecanismo que se emplee, las prácticas manipulativas contaminan el mercado con información falseada, afectando negativamente las dinámicas de formación de precios, pues se interfiere con argucias la interacción entre demandantes y oferentes. Al final, el resultado no es otro que la pérdida de confianza en el mercado como institución.

² Diversos autores concuerdan en que las formas de manipulación se basan en el uso de información y en estrategias de *trading*. No obstante, Franklin Allen y Douglas Gale, en un artículo publicado en 1992 por *The Review of Financial Studies*, incluyen una categoría adicional: la manipulación basada en actividades diseñadas para cambiar el valor real o percibido de las participaciones de una compañía. Como ejemplo, se hace referencia al caso de la American Steel and Wire Company, cuando en 1901 sus administradores hicieron ventas en corto de las acciones de la propia compañía antes de anunciar el cierre de sus acerías. El anuncio produjo el esperado desplome en los precios de las acciones, que fue aprovechado para liquidar las posiciones cortas. Posteriormente, las acerías fueron reabiertas y los precios retornaron a sus niveles normales.

Para efectos del presente documento, se hará referencia a la manipulación basada en información y en negociación.

Resulta previsible anticipar tres situaciones derivadas de la interferencia en la formación de precios³: la primera, una contracción de la liquidez, ya que menos inversionistas estarían dispuestos a participar en el mercado; la segunda, un incremento de los costos para los emisores, pues los inversionistas dispuestos a permanecer activos exigirían tasas de retorno suficientes para cubrir los mayores riesgos percibidos; y la tercera, un decrecimiento del número de emisores, toda vez que mayores costos serían un incentivo para buscar medios de financiamiento alternativos.

En consecuencia, las prácticas manipulativas no solo perjudican a aquellos individuos que sucumben a la información engañosa, sino que tienen repercusiones sobre el mercado en su conjunto, puesto que, al impedir la correcta formación de precios, socavan la confianza del público, impidiéndole actuar como una institución que asigna recursos en la economía de manera eficiente.

2. El caso colombiano

Con el propósito de salvaguardar la integridad del mercado, los supervisores y reguladores de la mayoría de las jurisdicciones, incluida la colombiana, se han volcado a establecer reglas de juego en las que se procura la equidad entre los participantes y se establecen requisitos que buscan reducir asimetrías en la información. Como es de esperar, también se han expedido disposicio-

nes que prohíben de manera expresa el uso de prácticas manipulativas.

En Colombia, la Ley 964 de 2005 establece como infracciones al mercado aquellos actos que tienen como objetivo o efecto afectar las condiciones de un valor. Dichos actos son los siguientes: i) afectar la libre formación de los precios en el Mercado de Valores; ii) manipular la liquidez de determinado valor; iii) aparentar ofertas o demandas por valores; iv) disminuir, aumentar, estabilizar o mantener artificialmente el precio, la oferta o la demanda de determinado valor y; v) obstaculizar la libre concurrencia y la interferencia de otros en las ofertas sobre valores. Del mismo modo, el literal n del referido artículo 50 también cataloga como infracción el realizar declaraciones o divulgar informaciones falsas, engañosas, inexactas o incompletas.

Las normas del Autorregulador del Mercado de Valores -AMV- también reconocen dichas conductas como abusos de mercado, y en su política de cumplimiento normativo están calificadas como de la mayor gravedad, por lo que su prevención y contención son prioritarias.

Además de las sanciones que acarrearán tales infracciones en la Ley 964 o en las normas de autorregulación, en Colombia la manipulación tiene consecuencias penales. Específicamente, efectuar transacciones para producir una apariencia de mayor liquidez, o realizar maniobras para alterar de forma fraudulenta la cotización de instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores puede

“ La manipulación constituye una grave amenaza a la integridad de los mercados. ”

dar penas de hasta 108 meses de cárcel y multas que llegan a los 50.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes, de conformidad con lo previsto en el Artículo 317 de la Ley 599 de 2000. Dichas penas podrían aumentar hasta en un 50%, si el manipulador lograra el resultado previsto.

Prevención a través de educación financiera

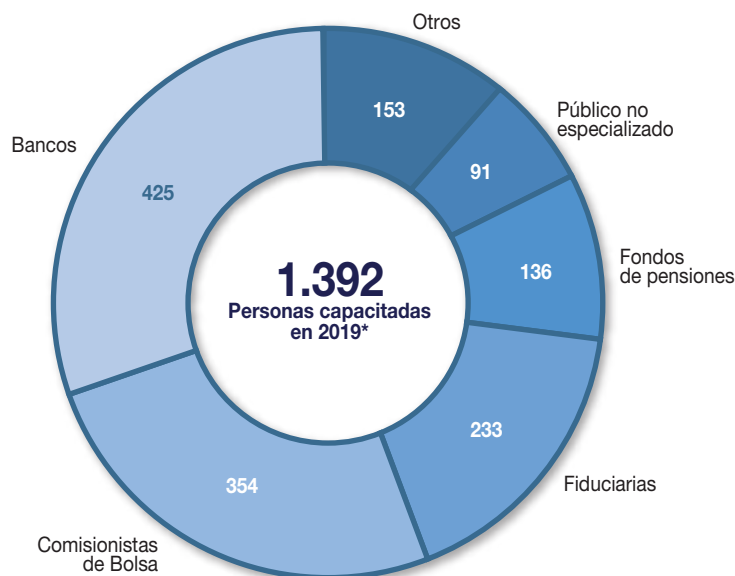
Ahora bien, los esfuerzos para proteger al mercado de los efectos nocivos de la manipulación no se agotan con la expedición de normas que castigan su ocurrencia. La prevención de prácticas manipulativas comienza con la ejecución de estrategias orientadas a la elevación de estándares del mercado a través de la profesionalización de sus participantes, quienes juegan un rol determinante en la generación de confianza y en la protección de la integridad del mercado.

Este es un primer frente de acción que AMV ha abierto para combatir la manipulación, y en el cual ha sido muy activo. La Corporación ha asumido la tarea de

³ AMV profundiza sobre los elementos relevantes para la formación de precios en el documento “El descubrimiento de precios en el mercado de valores”, publicado en 2010.

COMBATIENDO LA MANIPULACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Gráfico 1. Profesionales capacitados por AMV en temas de manipulación de mercados



*Acumulado a noviembre
Fuente: AMV.

informar y visibilizar la gravedad de la conducta a través de la publicación de manuales/guía y del ofrecimiento de capacitaciones a los profesionales de la industria en las que se sensibiliza sobre esta problemática. A noviembre de 2019, 1.392 personas han participado en 68 sesiones de capacitación, ver gráfico 1.

El reto de la profesionalización consiste en pasar de la teoría a la práctica. En otras palabras, las normas del mercado señalan la naturaleza de las acciones reprochables, por ejemplo, afectar, interferir o aparentar. No obstante, cuando el operador se enfrenta a la pantalla o actúa en el mercado mostrador requiere de los elementos necesarios que le permitan discernir si su forma de aproximarse al mercado se enmarca en esas acciones reprochables, a fin de abstenerse de incurrir en ellas.

Para tal fin, en sus manuales/guía el Autorregulador ha procurado establecer ejemplos concretos de esquemas de negociación que son reconocidos

en el ámbito internacional como estrategias manipulativas y que han sido proscritos de las prácticas aceptadas de negociación. Algunos de ellos son:

Spoofting

Consiste en el ingreso de posturas en los sistemas de negociación que tienen la finalidad o producen el efecto de enviar señales equivocadas al mercado sobre el apetito de compra o venta de una especie. Tales posturas se consideran engañosas porque no corresponden a un interés real de comprar o vender valores en las condiciones establecidas en la postura correspondiente. De hecho, esta estrategia se caracteriza porque al retirarse las posturas engañosas se ingresan posturas contrarias, estas sí con la intención de ser calzadas. El ejemplo citado al inicio del presente artículo se enmarca en esta categoría.

Layering

Es una modalidad de *Spoofting* que consiste en ingresar un número representativo de posturas sobre el activo,

de manera que en la pantalla se dé apariencia de que un número importante de participantes tiene interés en la especie. Como es obvio, tales puntas no corresponden a un interés real de comprar o vender en las condiciones establecidas y el objetivo final es la manipulación de los precios justos de intercambio.

Collusion

Hace referencia a un acuerdo entre operadores para ejecutar una operación en condiciones preestablecidas, con el objeto de obtener un beneficio originado en la determinación artificial del precio del activo.

Quote Stuffing

Consiste en la utilización intencional de algoritmos de negociación de alta frecuencia para ingresar y cancelar grandes volúmenes de posturas de compra y venta, con el fin de aparentar liquidez en el mercado y ralentizar los sistemas y el tiempo de procesamiento de las instrucciones de los otros participantes en el mismo.

Activación de órdenes

Corresponde a la ejecución de operaciones o el ingreso de posturas en los sistemas de negociación por parte de los intermediarios, teniendo como objeto o efecto desencadenar la activación de órdenes límite impartidas previamente por clientes, sacando provecho de éstas.

Prevención reduciendo asimetrías de información

Desde 2018, y en línea con el enfoque preventivo de AMV, la autogestión y autocontrol son promovidos por el Autorregulador a través del suministro de reportes a los intermediarios con información que les

sea útil para identificar patrones inusuales de conducta por parte de sus operadores. Este es el segundo frente de trabajo en materia de prevención de conductas manipulativas.

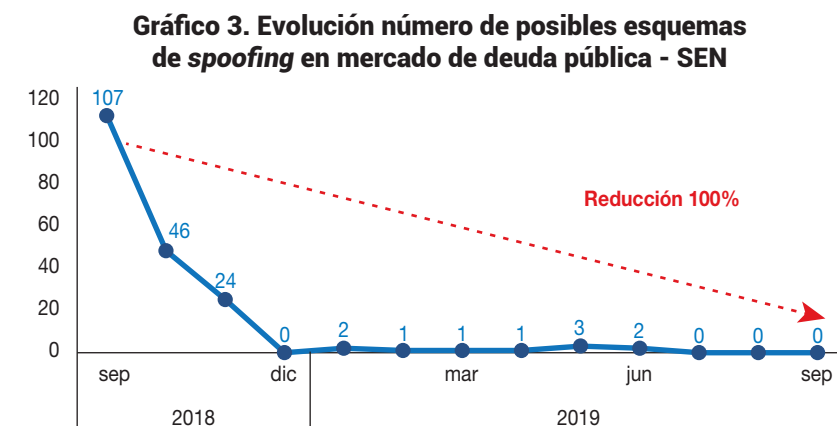
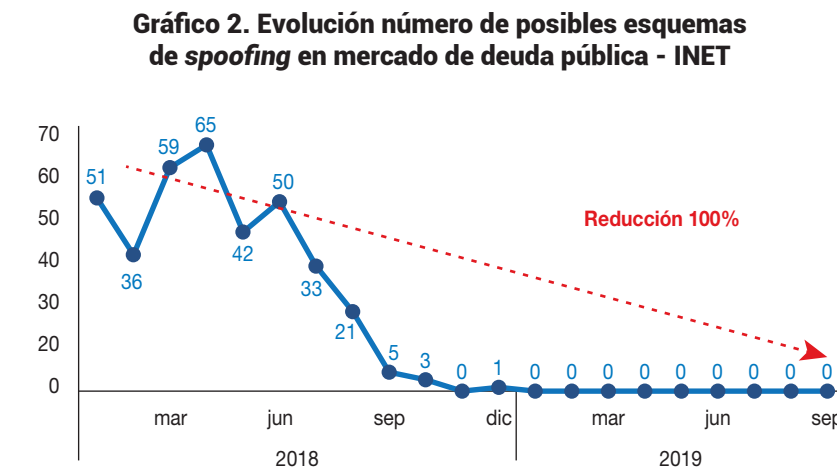
Al compartir esta información, que antes era de uso exclusivo de su área de monitoreo, AMV apuesta al ofrecimiento de información que sirva para que los intermediarios fortalezcan los procesos de control y cumplimiento de sus áreas de *front* y *middle office*. Lo novedoso de este acercamiento con la industria es que la información se envía a aquellos intermediarios que la soliciten, quienes podrán gestionar los datos sin que exista una obligación de reportar a AMV algún tipo de pronunciamiento sobre los datos remitidos.

Es también una forma de generar productos de valor agregado a las entidades miembro, pues para ellas es muy costoso, o incluso imposible, construir estos reportes por su cuenta.

Esta estrategia, combinada con la vigilancia del mercado, ha arrojado resultados positivos. Por ejemplo, en los últimos meses, las señales de posibles esquemas de *Spoofing* que se detectan a través de herramientas de vigilancia han prácticamente desaparecido de los sistemas de negociación de deuda pública, como puede apreciarse en los gráficos 2 y 3.

Prevención con efectiva vigilancia de los mercados

La vigilancia del mercado es el tercer frente de trabajo de AMV para la prevención de las conductas manipulativas. Para tal fin, el Autorregulador cuenta con un equipo de profesionales que, apoyados en herramientas tecnológicas, monitorean de manera



Fuente: AMV.

permanente la actividad de los operadores, tanto en los sistemas de negociación, como en el mercado OTC. La variedad de herramientas de monitoreo permite identificar señales ya sea en tiempo real, al día siguiente (T+1), o en períodos más amplios (T+n).

Este equipo también tiene a cargo la gestión de denuncias sobre posibles situaciones irregulares que afectan la integridad y transparencia del mercado. Al respecto, los canales de denuncia se han fortalecido en reconocimiento a la importancia que tiene para la salud del mercado el verificar las situaciones advertidas por los mismos participantes de la industria.

Labor disciplinaria

Finalmente, cuando se agotan las acciones preventivas, y se identifica de manera clara la ocurrencia de prácticas manipulativas, AMV despliega su aparato disciplinario, con el fin de determinar la responsabilidad de los sujetos involucrados y, de ser procedente, imponer sanciones que castiguen las infracciones al mercado, disuadiendo así la ocurrencia de nuevas violaciones. Las acciones disciplinarias hacen parte del cuarto frente de acción en contra de la manipulación al mercado.

Entre los antecedentes de casos disciplinados por AMV, con relación a conductas manipulativas, se encuentran los siguientes:

Simulación de demanda

La manipulación del mercado puede darse en cualquier momento; sin embargo, existen situaciones que pueden ser más sensibles a este tipo de conductas. Baena (2002) identifica como una de ellas a “los procesos de ajuste en la preapertura y cierre de los mercados electrónicos, pues es posible introducir órdenes con intención de manipular y retirarlas antes de que se ejecuten, si estas no han tenido el efecto esperado (...)”.

Hechos ocurridos en la rueda de acciones de la BVC en el año 2014 corroboran esta vulnerabilidad. En efecto, varios operadores trataron de manipular el precio de una acción durante el desarrollo de una subasta de cierre. La estrategia consistió en dar apariencia de mayor demanda a una especie sobre la cual un inversionista había tomado posiciones largas que pretendía liquidar.

Para cumplir con su objetivo, los operadores ingresaron posturas de compra al sistema de negociación al precio más alto posible, las cuales no tenían la finalidad de ser calzadas, sino que se utilizaron para enviar al mercado una falsa señal de mayor apetito por la respectiva acción, en un intento por afectar los precios de referencia. En consecuencia, las puntas de compra fueron retiradas de manera coordinada momentos antes de que finalizara la subasta y, acto seguido, se ingresó una orden de signo contrario sobre esa misma especie, pues el fin perseguido era vender acciones adquiridas con antelación.

Tras valorar las pruebas, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV encontró responsables a tres operadores, que fueron suspendidos por 24, 6 y 3 meses, de conformidad con el grado de responsabilidad y participación en los hechos mencionados.

“Este tipo de prácticas contaminan el mercado con información ‘falseada’, lo que afecta la dinámica natural de formación de precios.”

Disminución artificial del precio de una acción

En 2009, una entidad financiera efectuó maniobras para inducir una tendencia bajista en el precio de una acción. El objetivo de su plan era afectar la rentabilidad del portafolio de un competidor que tenía posiciones importantes en la referida especie.

Para tal fin, operadores de la entidad sancionada compraron un paquete de acciones que fueron vendidas de manera sistemática para jalonar a la baja el precio del activo. Simultáneamente, se buscó dar apariencia de mayor oferta sobre la especie, para lo cual los operadores se sirvieron de ingresar al sistema de negociación, de forma simultánea, ofertas de compra y venta a precios cada vez menores, generando la impresión de una tendencia bajista.

Por estos hechos, la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario de AMV encontró responsables de afectar la libre formación de precios y de disminuir artificialmente el precio de un valor al operador implicado y a la entidad para la cual éste trabajaba. Las sanciones incluyeron la suspensión por 3 años y multa de 200 salarios mínimos mensuales para el operador, y una multa de 500 salarios mínimos mensuales para la entidad.

“En mercados automatizados, la manipulación se puede dar, incluso, a través del uso de algoritmos.”

3. Conclusión

En un Mercado de Capitales como el colombiano, que adolece de problemas de liquidez y profundidad por la poca participación de emisores e inversionistas en algunos títulos valores, el esfuerzo por combatir las prácticas manipulativas cobra aún más relevancia. Tanto el Estado, como los intermediarios financieros, y el esquema de Autorregulación llevan años trabajando en ese frente, con resultados positivos que han permitido depurar de manera importante este tipo de conductas.

A pesar de lo anterior, la tarea de proteger la transparencia e integridad de los mercados financieros no está exenta de desafíos. En un entorno cambiante, en el que la innovación financiera y la introducción de nuevas tecnologías para la negociación de títulos valores son cada vez más comunes, las estrategias de prevención y sanción de abusos de mercado deben ser revisadas permanentemente.

Para enfrentar estos retos, el conocimiento de mercado, la flexibilidad en las técnicas de vigilancia y monitoreo, y la experiencia de entidades como AMV son clave, no solo para mantener, sino para mejorar los logros alcanzados. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Allen F. y Douglas G. (1992), “Stock-Price Manipulation”, *The Review of Financial Studies*, Volume 5, Issue 3, pp. 503-529, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vitalstock.pdf>
- AMV (2010), “El descubrimiento de precios en el mercado de valores”, Documento de Investigación No. 4. <https://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110721175017.pdf>
- Baena N. (2002), “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos”, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/ABUSOMERCADO.PDF>
- Gaviria F., Prieto A. y Parra L. (2019), “Conductas que afectan la formación de precios en el mercado de valores”, en Varón J. y Abella G. Régimen del mercado de valores, Tomo IV, pp. 399-424, Ediciones Uniandes. <http://dx.doi.org/10.15425/2017.271>
- Friederich S. y Payne R. (2012), “Computer-Based Trading and Market Abuse”, Driver Review DR20, Government Office for Science. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/289031/12-1053-dr20-computer-based-trading-and-market-abuse.pdf
- Reuters (4 de julio de 2016), “Tres exoperadores de Barclays conspiraron para manipular la tasa Libor”, R Expansión, México. <https://expansion.mx/empresas/2016/07/04/tres-exoperadores-de-barclays-conspiraron-para-manipular-la-tasa-libor>
- The United States Department of Justice (septiembre 16 de 2019), “Current and Former Precious Metals Traders Charged with Multi-Year Market Manipulation Racketeering Conspiracy”. <https://www.justice.gov/opa/pr/current-and-former-precious-metals-traders-charged-multi-year-market-manipulation>
- Winck B. (septiembre 16 de 2019) “JPMorgan Traders Charged by DOJ, Accused of Rigging Metal Markets”, Markets Insider. <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/jpmorgan-precious-metals-traders-charged-with-fraud-conspiracy-racketeering-doj-2019-9-1028527742>

Índice de Sufrimiento Macroeconómico (2019-2020) *

Acercándose la finalización de 2019, luce oportuno realizar una evaluación del entorno macroeconómico a través de lo que hemos denominado el Índice de Sufrimiento Macroeconómico (ISM), definido como: (inflación + desempleo) - (crecimiento económico), métrica que resulta ser una variante del Índice de Empobrecimiento de Okun. Este indicador es un instrumento útil para realizar un balance histórico sobre los resultados macroeconómicos de los diferentes periodos presidenciales de los últimos años.

El ISM se focaliza en los niveles absolutos de dicho “sufrimiento macroeconómico”, en vez de mirar sus variaciones respecto al período inmediatamente anterior (como lo hacía Barro, 1996). Anif considera que lo relevante es el valor absoluto del ISM, pues eso es lo que percibe la gente durante esos mandatos; en realidad, pasa a un segundo plano si dicho valor es, en términos relativos, más bajo o más alto que el que lo precedió.

Usando este termómetro de registros absolutos, en ocasiones pasadas habíamos señalado que bajo el gobierno de Santos I (2011-2014) se habían conseguido ganancias importantes en el frente macroeconómico, al registrar el ISM más bajo de las últimas cinco décadas (8.6%). Los factores que explicaron este notable desempeño fueron: i) el buen ritmo de crecimiento del PIB-real, promediando un 5.1% anual, cuando se aprovechó la cúspide del súper-ciclo de *commodities*, evidenciado en los buenos precios del petróleo (promediando el Brent US\$108/barril vs. US\$64/barril de 2000-2018) y del carbón (US\$92/

tonelada vs. US\$60 histórico); ii) la convergencia de la inflación hacia su rango “bajo y estable” de largo plazo (2%-4%); y iii) el descenso de la tasa de desempleo, llegando a sus niveles NAIRU de largo plazo del 9% (aunque todavía excesivamente altos, incluso para los referentes de América Latina), ver *Informe Semanal* No. 1380 de septiembre de 2017.

Sin embargo, el fin del auge minero-energético (2015-2016) y el subsecuente ciclo de desaceleración económica han representado un retroceso en dicho ISM durante el último quinquenio. En efecto, nuestras estimaciones evidencian que el ISM habría promediado un valor de 13 durante la Administración Santos II (2015-2018), retornando a los niveles observados bajo Uribe II (2007-2010) de 12.8.

El deterioro del ISM durante el segundo mandato de Santos habría

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1480 del 30 de septiembre de 2019.

sido el resultado de: i) la desaceleración del crecimiento hacia niveles del 2.3% promedio (vs. el potencial actual del 3%-3.5%); ii) el incremento en los niveles de desempleo desde el 9.2% hacia el 9.7% en el total nacional y acercándose al 11% a nivel urbano; y iii) los desbordes de la inflación del BR, particularmente durante 2015-2016, por cuenta de las presiones de costos vía *pass-through* (con devaluaciones promedio del 25% anual en dicho período), agravadas por factores climáticos y el prolongado paro de transportadores.

Como veremos, para el horizonte 2019-2020 nuestras previsiones implican una leve recuperación del ISM (promediando un 11.6%) respecto del cuatrienio de Santos II (13%), aunque ello significa un ligero retroceso frente al resultado de 2018 (11.4%). Además, vale la pena dimensionar el riesgo de potencial

deterioro que representan para la economía colombiana el desafiante entorno macro-financiero global y sus elevados déficits gemelos (externo-fiscal).

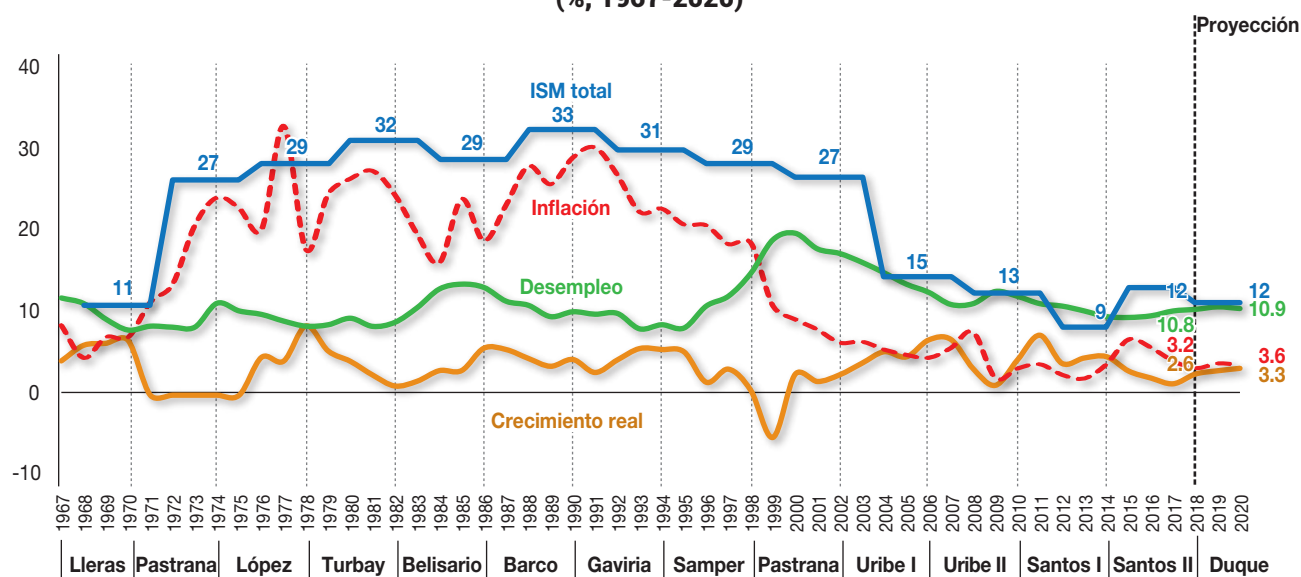
El comportamiento favorable del ISM del período 2019-2020 tiene que ver con la moderada aceleración del PIB-real y, eventualmente, con el correctivo que ello traería en 2020 sobre el afectado mercado laboral, al tiempo que se espera una inflación relativamente contenida dentro del rango-meta. En efecto, Anif proyecta una expansión del PIB-real a ritmos del 3% en 2019 (vs. el 2.6% de 2018) y del 3.3% en 2020 (ver *ALI* No. 143 de septiembre de 2019). Sin embargo, el desempleo promedio estaría entre el 10%-10.5% a nivel nacional, pero ello correspondería a nivel urbano a tasas de desempleo del 11%-11.5% (ver *Informe Semanal* No. 1478 de 2019). Es claro que

el desmedido incremento del SML (+3% real), la baja absorción de mano de obra (-0.6%) y el creciente influjo migratorio-venezolano explican estos malos resultados laborales. Por último, la inflación estaría escalando hacia el 3.8% en 2019, pero se reduciría hacia un 3.6% en 2020, ver *Comentario Económico del Día* 10 de septiembre de 2019.

Balance del ISM bajo la Administración Santos I (2011-2014)

Como comentábamos, el balance neto entre los males de la economía (inflación y desempleo) y las virtudes de la economía (el crecimiento), recogido en el ISM, mostró resultados altamente favorables durante la Administración Santos I (2011-2014), descendiendo el ISM hacia mínimos históricos del 8.8% (des-

Gráfico 1. Índice de Sufrimiento Macroeconómico total (Inflación + Desempleo - Crecimiento económico) (% , 1967-2020)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

tronando el récord que hasta la fecha mantenía la Administración Lleras Restrepo en 1967-1970), ver gráfico 1. Con ello, también se superaron las ganancias registradas en las Administraciones Uribe I-II (con un ISM promedio del 13.8%), donde la política de Seguridad Democrática y la recuperación de la inversión jugaron papeles protagónicos (permitiendo que el PIB-real se acelerara a ritmos promedio del 4.6% anual, mientras que el desempleo urbano descendía al 13.4% y la inflación lo hacía al 5% anual).

Esos buenos resultados de la Administración Santos I (2011-2014) estuvieron en gran parte mediados por el súper-ciclo de *commodities*. Ello permitió que el PIB-real registrara expansiones del 5% anual, con importante liderazgo de: i) la minería (5.9%), impulsada por los hidrocarburos (7%); y ii) la construcción (9%), gracias a los satisfactorios comportamientos tanto de las edificaciones (7.2%), favorecidas por los programas de vivienda del gobierno (PIPE I), como de las obras civiles (11%), por cuenta de los mayores niveles de inversión en infraestructura de transporte (llegando a valores del 3% del PIB en 2014 vs. 2% del PIB en 2010). Esto terminó compensando los pobres crecimientos que ya se evidenciaban en la industria (1.7%), afectada por el desalineamiento cambiario (a ritmos del 15%-20% real), el cual se dio como resultado de la prolongada Enfermedad Holandesa que muchos funcionarios públicos no lograron identificar mientras esta persistió.

Lo anterior estuvo acompañado de: i) continuas mejoras en la tasa de desempleo, llegando al 9.9% en el urbano en 2014 (consistente con

valores NAIRU cercanos al 9% en la tasa de desempleo nacional); y ii) la convergencia de la inflación hacia su rango “bajo y estable” de largo plazo (2%-4%), con excepción del registro del 1.9% de 2013.

Balance del ISM bajo la Administración Santos II (2015-2018)

Los inicios de la Administración Santos II (2015-2016) fueron particularmente retadores. Ello por cuenta del fin del auge minero-energético, cuyo daño en los frentes de crecimiento potencial y déficits gemelos (fiscal-externo) tuvo una magnitud mayor a la que venía alertando Anif durante 2013-2014 (ver *Informe Semanal* No. 1477 de septiembre de 2019).

De esa manera, el crecimiento del PIB-real fue solo de un 2.3% anual

en 2015-2018, afectado por las contracciones del sector minero-energético y la construcción, al tiempo que la industria y el comercio-transporte-turismo no lograron recuperarse por cuenta de sus lastres estructurales de competitividad. Aun con ello, el desempleo urbano mostró resiliencia y se mantuvo en niveles promedio cercanos al 10%. Por su parte, la inflación desbordó el techo del rango-meta de largo plazo del BR (2%-4%) durante 2015-2017. Ello dadas las presiones de: i) los mayores costos de los productos importados (vía *pass-through*); y ii) los altos precios de los alimentos-energía por la presencia del Fenómeno de El Niño y el paro de transportadores.

La Administración Duque en 2019-2020

En nuestra métrica, el año 2019 corresponde al primer año de mandato



del presidente Iván Duque (ya que los resultados de 2018 los atribuimos al gobierno saliente). Para este año, Anif pronóstica un ligero retroceso en el valor del ISM (11.9 vs. 11.4 en 2018), ver cuadro 1. Ello obedecería a que el crecimiento económico del 3% anual (vs. 2.6% en 2018) no lograría compensar el deterioro en 0.3 puntos porcentuales (pp) del desempleo urbano (11.1% en 2019 vs. 10.8% en 2018) y el escalamiento de la inflación hacia el 3.8% (vs. 3.2%), ver *Informe Semanal* No.1475 de agosto de 2019.

El preocupante deterioro del mercado laboral colombiano (+0.9pp en lo corrido del año a julio) estaría elevando la tasa de desempleo promedio del 9.7% en 2018 al rango 10%-10.5% en 2019. Aunque el gobierno dice no tener una explicación al respecto, es apenas obvio que lo peor que pudo haber hecho la actual Administración fue reajustar de forma exagerada el SML (en +3pp reales) para este 2019. Además, el mercado laboral pasa

por un período de baja generación de empleo y una presión por parte de cerca de 1.5 millones de inmigrantes venezolanos (ver *Informe Semanal* No. 1478 de septiembre de 2019).

La problemática inflacionaria ha estado en el componente de alimentos y en los riesgos de encarecimiento de los importados, ante un ritmo de devaluación que ha venido promediando un 12% en lo corrido de este año. Estas presiones inflacionarias, aunadas a la debilidad externa de Colombia (déficit externo del -4.4% del PIB en el primer semestre del año), indican la conveniencia de que el BR proceda a elevar su tasa repo en +25 puntos básicos, quitando presión sobre el ISM de cara a 2020, ver Encuesta Anif Repo-Central de septiembre de 2019.

Nuestras proyecciones sugieren una leve recuperación del ISM en 2020 (bajando al 11.2%). Esto como resultado de: i) mayor crecimiento económico (3.3% vs. 3%);

ii) eventual reducción del desempleo (10.9% urbano vs. 11.1%); y iii) disminución de la inflación total (3.6% vs. 3.8%).

Sin embargo, el deterioro del panorama económico internacional (cayendo del 3.6% en 2018 hacia un 3% durante 2019-2020, según la OCDE) y la incapacidad de Colombia para corregir sus déficits gemelos (fiscal-externo) representan un alto riesgo macro-financiero. Para evitar un deterioro del ISM en 2020, es menester que la Administración Duque encause sus esfuerzos a: i) impulsar una reforma tributaria que expanda el cobro del IVA del 19%; ii) abaratar los costos de mano de obra de tipo no-salarial; y iii) enfilar el reajuste del SML hacia la Regla Universal (= inflación + ganancias en productividad). De lo contrario, algunas calificadoras de riesgo nos estarán poniendo en “perspectiva negativa” (S&P y Moody’s) y hasta podrían reducir la calificación de riesgo país (Fitch) en el curso de los próximos 12-18 meses. 

**Cuadro 1. Índice de Sufrimiento Macroeconómico
Administración Santos II (2014-2018) y Duque (2019-2020)**

Período	Inflación (IPC) (1)	Desempleo (13 ciudades) (2)	Crecimiento PIB-real (3)	Sufrimiento Macroeconómico (4)=(1)+(2)-(3)
2015	6.8	9.8	3.0	13.6
2016	5.7	10.0	2.1	13.6
2017	4.1	10.6	1.4	13.3
2018	3.2	10.8	2.6	11.4
Promedio 2015-2018	5.0	10.3	2.3	13.0
2019*	3.8	11.1	3.0	11.9
2020*	3.6	10.9	3.3	11.2
Promedio 2019-2020	3.7	11.0	3.2	11.6

*Proyección.

Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Reformando el sector justicia de Colombia *

El sector justicia de Colombia se ha convertido en receptor de la problemática político-social del país, sin que este muestre la eficacia requerida para volver una realidad el lema de “pronta justicia”. El reporte global sobre “Imperio de la Ley” (2019) ubicó a Colombia en la posición 80 entre 126 países (en el peor tercio global).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1484 del 28 de octubre de 2019.

Esta nota sobre el sector justicia de Colombia tiene la novedad no solo de sugerir correctivos estructurales, sino también aquellos de tipo operativo que descansan sobre “tratamientos de choque” (sin requerir ajustes legales). Las recomendaciones están focalizadas en los problemas de baja productividad del sector justicia y de su sistema carcelario.

Un mejor ordenamiento del sistema de tutelas, de jueces especializados, de criterios referidos al “precedente judicial”, así como una mayor digitalización de la información del sector y de concatenación del Inpec-USpec deberían conducir a rápidos avances del sistema judicial colombiano.

Este ha sido un sector caracterizado por la alta congestión judicial y por una baja percepción de agilidad ante

las necesidades del ciudadano del común. A continuación presentamos su problemática y posibles soluciones.

Evaluación histórica del sector justicia

La Reforma Constitucional de 1991 sembró grandes esperanzas de progreso en Colombia, especialmente en lo relativo a: i) profundización de la descentralización política y fiscal; ii) mayor acceso a la seguridad social (sistemas solidarios de pensiones y salud); y iii) mejoras en materia de aplicación pronta de la justicia. Diversos estudios nos permiten concluir que, efectivamente, Colombia ha avanzado sustancialmente en lo relativo al sistema de descentralización político-fiscal y también en lo referente al régimen

de seguridad social, aunque incurriendo en ambos casos en grandes sobrecostos fiscales que hoy presionan el déficit del Gobierno Central, enfrentando faltantes estructurales del 2%-3% del PIB.

Infortunadamente, no se puede concluir lo mismo en el campo de la Rama Judicial de Colombia. Parecería que este sector se hubiera convertido en el receptor de buena parte de la problemática político-social del país, sin que haya mostrado la eficiencia requerida para tornar en realidad el lema de “pronta justicia” (como ya se mencionó). Aún son evidentes los grandes lastres en materia de gerencia y sistemas operativos en toda la cadena de la Rama Judicial, especialmente en el área de la justicia ordinaria, la que más afecta al ciudadano del común.

Persiste, en paralelo, el drama que vive día a día el sector productivo, donde la carencia de un sistema judicial ordenado y eficaz le causa grandes sobrecostos. Más aún, en muchos casos la aplicación de la justicia se

ve entorpecida por el uso de tutelas contra sentencias. Poco a poco han ido desapareciendo los principios más básicos de la “jurisprudencia” y la “práctica del común”.

Esas deficiencias del sector se ven reflejadas en el reporte sobre “Imperio de la Ley” (World Justice Project, 2019), cuyos resultados recientes muestran que Colombia se ubicó en el puesto 80 entre 126 países del ranking mundial. Esto implicó un deterioro de ocho posiciones en dicho ranking, donde continuamos muy rezagados en materia de aplicación de la justicia respecto de, por ejemplo, Chile (25) y Perú (70). Tan solo superamos entre los referentes regionales a México (99), ver cuadro 1.

Recordemos que dicho índice considera las áreas de: i) limitaciones en el poder del gobierno; ii) ausencia de corrupción; iii) gobierno abierto; iv) derechos fundamentales; v) seguridad y orden; vi) aplicación regulatoria; vii) justicia civil; y viii) justicia penal. Precisamente, en esta última área de justicia pe-

nal (puesto 106), Colombia viene exhibiendo las posiciones más preocupantes. En parte, ello obedece a la baja calificación obtenida en los subíndices de efectividad en la investigación (posición 124) y de aplicación temprana de la justicia (posición 111).

No han válido los múltiples intentos de reforma al sector justicia, habiéndose tenido fracasos en los dos intentos de la Administración Santos (en el año 2012 y en lo referente a la “escuálida” Ley de Equilibrio de Poderes de 2015). En el caso de la revisión constitucional de dicha Ley de Equilibrio, la Corte Constitucional dio incluso a entender la ausencia de facultad congresional para reformar sustancialmente el sector justicia, llegándose entonces a discutir la necesidad de convocar a una Asamblea Constituyente para tal fin.

Más recientemente, la Reforma presentada por la Administración Duque (Proyecto de Ley No. 21 de 2018 de Senado) también terminó hun-

Cuadro 1. Índice del Imperio de la Ley - World Justice Project 2018

	Colombia	Chile	Perú	México
Posición General	80	25	70	99
Limitaciones en el poder del gobierno	70	20	38	84
Ausencia de corrupción	94	25	107	117
Gobierno abierto	27	17	45	35
Derechos fundamentales	74	24	46	73
Seguridad y orden	113	83	94	117
Aplicación regulatoria	67	25	63	87
Justicia civil	81	34	89	113
Justicia penal	106	33	105	115

Fuente: elaboración Anif con base en World Justice Project.

diéndose a finales de 2018, pese a que el gobierno la había ambientado directamente con las Altas Cortes. Entre las medidas incluidas en dicho Proyecto de Ley se destacaban: i) limitar el uso de la tutela, con mayores restricciones para legitimar a quien la presenta, y estableciéndose que debía ser presentada ante los jueces de la jurisdicción y especialidad relacionados con el objeto de amparo; ii) endurecer los requisitos de experiencia para los magistrados de las Altas Cortes (aumentando de quince a veinte años) e incorporando un marco más fuerte de inhabilidades; iii) eliminar el Consejo Superior de la Judicatura, reemplazándolo por la Dirección Ejecutiva de la Rama Judicial, creando también una Junta Directiva de Administración de la Rama Judicial y una Gerencia de la Dirección Ejecutiva de la Rama Judicial; y iv) establecer una tasa de crecimiento mínima del presupuesto anual de la Rama Judicial (con vigencia de cuatro años), de acuerdo con lo que se acordara en el Plan Nacional de Desarrollo.

Dada la comentada inoperatividad del sector justicia, y con miras al Plan Decenal 2017-2027, urge considerar un nuevo intento de Reforma a la Justicia en Colombia. El objetivo central de esta nota será analizar los principales elementos que debería incluir dicha Reforma tanto a nivel estructural (requiriéndose cambios legislativos), como operativos (aquellos que se pueden implementar a nivel de decretos o por simples reglamentaciones de las respectivas entidades). Allí se recogerán varios de los elementos planteados previamente desde el gobierno y por reconocidos expertos-analistas del sector.

Las principales recomendaciones se resumen así:

En el frente de la tutela

Este mecanismo ha ganado un nivel desproporcionado en Colombia por cuenta del “principio de conexidad” de los derechos fundamentales de primera generación (como el derecho a la vida y la igualdad) y su relación con los derechos de segunda-tercera generación (como la salud y la estabilidad laboral). Esto ha agravado la “inseguridad jurídica” debido a la obligatoriedad del precedente, dando lugar a lo que se conoce como “el activismo judicial”. Así, el amplio uso e interpretación de la tutela viene causando alta incertidumbre sobre la aplicación de las leyes en Colombia, con negativos efectos sobre el potencial de la actividad económica.

Allí se requiere:

- Limitar-regular el uso de la tutela (particularmente contra sentencias, lo que se ha convertido en una fuente de inseguridad jurídica), de tal manera que ella deje de entorpecer la aplicación de los propios fallos judiciales y se use exclusivamente como vehículo para entrar a aplicar la legislación vigente.
- Habilitar el direccionamiento de las tutelas hacia jueces de la jurisdicción y especialidad del derecho vulnerado (lo cual ya se viene implementando en los casos de tutelas contra sentencias). La Corte Constitucional debería ser la encargada de habilitar a esos jueces especializados y, para agilizar la evacuación de las tutelas, deberían crearse Cuerpos de Apoyo para los jueces seleccionados.
- Exigir que quien ejerza la acción de tutela esté legitimado para

hacerlo (el titular del derecho afectado), evitando el abuso de este mecanismo. Ello solucionaría la problemática derivada de las “tutelatones”.

- Establecer términos de caducidad para la procedencia de la tutela, permitiendo preservar la seguridad jurídica.

Adicionalmente, deben contemplarse las siguientes medidas operativas:

- Crear un Observatorio Constitucional (ver Botero, 2019). Ello con el ánimo de discutir-vigilar el activismo judicial de la Corte Constitucional (también denominado “gobierno de los jueces”). Entre las potestades de dicho Observatorio estarían: i) participar en litigios constitucionales cuando haya razones de conveniencia ciudadana; ii) revisar la coherencia entre los comunicados de prensa de la Corte Constitucional y las sentencias que se profieren; iii) calificar los perfiles de los aspirantes a magistrados de la Corte Constitucional; iv) colaborar como *amicus curiae* en asuntos de interés colectivo; v) verificar que las intervenciones ponderen el Incidente de Impacto Fiscal; y vi) supervisar la compilación-unificación-difusión de la jurisprudencia constitucional.
- Implementar un sistema de gestión de información-respuesta de tutelas que permita el direccionamiento hacia jueces especializados. Esto, además, permitiría avanzar en el alcance del sistema judicial a través de la sistematización de los trámites de procesos (vía mayor tecnología), ampliando la

presencia del sistema judicial en zonas geográficas de difícil acceso. En Colombia se podría intentar el trámite en línea de tutelas, tipo los “Online Dispute Resolution” (ver CEJ, 2016).

En el frente de las Altas Cortes - Órganos de cierre

El arreglo institucional de la Constitución Política de 1991 (CP-1991) para el sector justicia ha resultado conflictivo en lo referente a la existencia de múltiples órganos de cierre (la Corte Constitucional, la Corte Suprema, el Consejo de Estado, la Sala Disciplinaria del Consejo Superior de la Judicatura y las Jurisdicciones especiales), generando el llamado “choque de trenes”. Ello ha derivado en un sistema caracterizado por la alta inseguridad jurídica, dada la falta de certeza sobre las fuentes del derecho y el incumplimiento de la jurisprudencia de las Altas Cortes.

Allí se requiere:

- Realizar una reestructuración de la Rama Judicial, facultando expresamente a la Corte Constitucional como la última instancia de todos los frentes interpretativos del alcance de la Constitución (por encima del Consejo de Estado, la Corte Suprema y el Consejo Superior de la Judicatura). Allí cabe recordar que la CP-1991 le otorga a la Corte Constitucional el rol de garante de los derechos fundamentales. Por esa razón, situarla por encima de las otras Cortes en la interpretación de la protección de los derechos fundamentales inherentes al Estado Social de Derecho es el ordenamiento lógico para cumplir con este mandato.

- Limitar las tutelas contra sentencias. Si bien este mecanismo le debería permitir a la Corte Constitucional unificar y clarificar la jurisprudencia e interpretación de los derechos fundamentales, en la práctica no se han logrado acotar las causales de procedencia (pese a los múltiples intentos de la Corte Constitucional). Dichas causales continúan siendo demasiado laxas, siendo incapaces de contener el maremágnum de tutelas contra sentencias en la última década.
- Introducir un término de caducidad para interponer tutelas contra sentencias proferidas por las Cortes, de modo que no queden indefinidamente expuestas a ser desafiadas. Ello en línea con los esfuerzos del Consejo de Estado por limitar a seis meses la procedencia de la acción de tutela contra sentencias para la rama contencioso-administrativa.

En el frente de las Altas Cortes - Poder nominativo

El sistema actual de elección de las Altas Cortes parece haber heredado más los problemas que las bondades de los mecanismos que lo antecedieron. Por un lado, al ser los magistrados de la Corte Constitucional y la Sala Administrativa del Consejo Superior de la Judicatura elegidos por el Congreso, se abre la puerta a la captura política de la Rama. Por otra parte, se ha evidenciado que el mecanismo de renovación de magistrados a través de la Sala Administrativa del Consejo Superior de la Judicatura es inapropiado, pues promueve el amiguismo-corporativo y el paso de una Corte a la otra, al no usar ningún tipo de concurso en las listas de candidatos.

“La tutela ha ganado un nivel desproporcionado en Colombia por cuenta del principio de conexidad de los derechos fundamentales de primera generación y su relación con los derechos de segunda-tercera generación. Esto ha agravado la inseguridad jurídica debido a la obligatoriedad del precedente, dando lugar a lo que se conoce como el activismo judicial. Así, el amplio uso e interpretación de la tutela viene causando alta incertidumbre sobre la aplicación de las leyes en Colombia, con negativos efectos sobre el potencial de la actividad económica.”

Allí se requiere:

- Establecer un mecanismo de concurso público (por mérito) para la determinación de la lista de candidatos a magistrados de la Corte Suprema y el Consejo de Estado, retirándole la facultad nominativa a la Sala Administrativa del Consejo Superior de la Judicatura (ver Lalinde, 2015). Aquí se sugiere combinar el esquema de méritos con la discrecionalidad política mediante un concurso de listas cortas (conformada por los aspirantes con mejores calificaciones). Los regentes magistrados de las Altas Cortes elegirían a sus sucesores de los clasificados a dicha lista corta.
- Endurecer el mínimo de experiencia de los aspirantes, de tal manera que el ingreso a las Altas Cortes se entienda como la culminación de una exitosa carrera judicial (como ocurre en países como Estados Unidos), y no como el inicio de dicha carrera (como ocurre actualmente en Colombia). Dicho endurecimiento del requisito de experiencia debe ir acompañado por el incremento en la edad de retiro forzoso, con el propósito de que los magistrados ejerzan sus funciones en la totalidad del período para el que fueron designados.

En el frente de las Altas Cortes - Consejo Superior de la Judicatura (CSJ)

El funcionamiento del CSJ no ha sido exitoso en Colombia. Por ejemplo, resulta inconsecuente que se haya designado a la Sala Administra-

tiva del CSJ para eliminar la cooptación plena de la Corte Suprema y del Consejo de Estado, pero que no se le hayan dado criterios claros para la elaboración de listas en la elección de magistrados. Esto ha derivado en un alto grado de corporativismo y amiguismo judicial.

Adicionalmente, el CSJ presenta fallas en lo relacionado con la gerencia y ejecución de sus funciones, pues no hay una alineación correcta de incentivos cuando es la misma entidad la encargada de diseñar, ejecutar, monitorear y fiscalizar el presupuesto de la Rama. Ello ha puesto en tela de juicio la transparencia de los reportes en múltiples ocasiones y resulta preocupante que el reporte estadístico de la Rama continúe siendo deficiente frente al requerimiento técnico que se necesita.

Allí se requiere:

- Transformar la Sala Administrativa del CSJ para que se concentre en sus tareas de gobierno y le entregue las tareas de gerencia a una nueva entidad (ver CEJ, 2016). Esta nueva entidad debería aplicar principios de buen Gobierno Corporativo, acogiendo a estrategias que han desarrollado entidades como Colombia Compra Eficiente y Acuerdos Marco de Precios.
- Conformar equipos multidisciplinarios en experiencia y especializaciones en la Sala Administrativa del CSJ.
- Adelantar una recolección sistemática de micro-datos que puedan ser complementados con los del Sistema Penal Oral Acusatorio de la Fiscalía.

En el frente de eficiencia de la Rama Judicial - Congestión y rezago tecnológico

Colombia se ha venido consolidando como uno de los países que más destina recursos a su sistema judicial (cerca de un 1% del PIB en 2018), superando tanto el promedio de los países desarrollados (0.3% del PIB), como el de los referentes regionales (0.6% del PIB). Pese a ello, persisten deficiencias en la evacuación y los tiempos de los procesos judiciales. Lo anterior ha implicado que el inventario de procesos pendientes de evacuación no se haya logrado reducir de forma significativa durante la última década, a pesar de todos los esfuerzos allí aplicados en materia de tratamientos de choque-operativo.

No han sido suficientes los esfuerzos recientes por lograr aparatos judiciales ágiles y asequibles mediante la adopción de la oralidad. Infortunadamente, la cultura jurídica del país ha sido renuente a adoptar dichos cambios, incluso buscando abrir la posibilidad de que los jueces puedan retractarse de su dictamen inicial. Además, continúan teniendo “éxito” las prácticas dilatorias y temerarias de los abogados, sin que estos enfrenten sanción alguna.

Allí se requiere:

- Implementar tratamientos de choque-operativo, donde será clave replicar las medidas exitosas del Plan de Descongestión 2010-2014, especialmente en lo referente a la promoción de mecanismos alternativos. Entre ellos se destacan: i) los tribunales de arbitramento, con la

posibilidad de relevar con mayor facilidad a la Rama, contando con la resolución de disputas por particulares (árbitros) apropiadamente investidos; y ii) juzgados de descongestión. En este último caso, cabe mencionar que la implementación de los juzgados provisionales debe generar los incentivos correctos en la asignación de cargos, incluyendo no solo criterios de inventario, sino evaluando además la eficiencia del despacho y las razones que explican la acumulación.

- Dotar al sector de justicia de la requerida infraestructura que le permita levantar y procesar los casos de forma eficiente (electrónica y con seguimiento en tiempo real). Aquí será clave tomar elementos de la experiencia internacional, donde incluso se ha avanzado en temas de Machine Learning, ayudando a sistematizar tipos de sentencias (como el Prometea que opera en Argentina).
- Avanzar en la adopción del Sistema Penal Oral Acusatorio (SPOA). Sin embargo, no se debe desconocer que ello implica retos en materia de: i) calidad de la justicia, requiriéndose de un monitoreo permanente de las competencias de los jueces y abogados; y ii) mejores aplicaciones presupuestales a nivel del componente de inversión y mejor gestión conjunta de la Fiscalía, Medicina Legal y del Inpec (ver CEJ, 2016). Allí será necesario que la cultura jurídica del país continúe virando en favor de la agilización de procesos desde las bases educativas de abogados, jueces y demás participantes de la Rama.



En el frente de sistema carcelario

De tiempo atrás se viene alertando sobre el drama humanitario que enfrenta el sistema carcelario en Colombia: i) elevado hacinamiento (a pesar de las “órdenes” perentorias de las Altas Cortes para acabarlo); ii) alta impunidad; iii) desatención médica, por falta de personal médico, infraestructura, medicamentos y baja prevención de enfermedades; y iv) extorsión permanente al interior de las cárceles (en ocasiones proveniente de los propios guardias sobre los reclusos).

Allí se requiere:

- Expandir la capacidad carcelaria del país, requiriéndose de estrategias de mejora de la infraestructura, donde se deberá además consensuar con la Uspec y el Inpec con el fin de tener información censal de los presos. Impul-

sar las Alianzas Público-Privadas para garantizar los recursos que permitan cerrar el déficit de instalaciones que tiene el sistema carcelario (que se estima en \$1.5 billones, equivalente al 0.1%-0.2% del PIB). Estos recursos superan los estimados a raíz de la Ley 1508 de 2012. Una condición necesaria para garantizar el desarrollo de estas inversiones pasa por incrementar la rentabilidad de este tipo de proyectos, pues los pobres retornos explican el bajo apetito empresarial por trabajar en este sector (ver CCI, 2019).

- Crear mecanismos que permitan agilizar la resolución de casos y alternativas de castigos proporcionales al delito cometido. Allí será necesario mejorar las medidas de rehabilitación para disminuir las tasas de reincidencia, que actualmente rondan un alarmante 50%. ANIF

Visión retrospectiva (2005-2019) y agenda pendiente (2019-2022) *

Quienes laboramos en las tareas de la prospectiva económica también estamos en la obligación de realizar ejercicios de retrospectiva para indagar sobre nuestros aciertos y errores.

En este frente, por ejemplo, el Premio Nobel de Economía Paul Krugman (“The Decade Behind”, New York Times, junio de 2015) realizó un interesante ejercicio en el cual reportaba sus aciertos en los temas de: i) el estallido de la burbuja hi-

potecaria a nivel global, por falta de apropiada regulación financiera; ii) la carencia de riesgos inflacionarios en el mundo desarrollado, ante impulsos fiscales para evitar repetir los errores de la Gran Depresión; o iii) la rigidez cambiaria que suponía el euro ante la falta de verdaderas uniones fiscales-financieras.

Krugman tuvo la honestidad intelectual de reconocer que había errado al: i) subestimar los riesgos sistémicos de la crisis hipotecaria, por cuenta de ignorar la magnitud de las llamadas “zonas grises”; ii) sobredimensionar los riesgos de una gran deflación en

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1485 del 5 de noviembre de 2019.

Estados Unidos (à la Japón), donde la flexibilidad de los mercados permitió acomodar relativamente pronto nuevos macro-equilibrios, evitando espirales deflacionarias; y iii) despreciar el favorable efecto de las inyecciones de liquidez (QEs) por parte del BCE a la hora de restablecer el mercado de deuda pública y privada.

Siguiendo estos buenos ejemplos, aquí presentaremos esta retrospectiva histórica del período 2005-2019, resaltando nuestros aciertos y errores de los últimos quince años. Nos focalizaremos en los temas de: i) “Enfermedad Holandesa”; ii) desindustrialización; iii) formalización laboral; y iv) proceso de “desinflación” hacia la meta de largo plazo del 2%-4% anual, actualizando así el balance que habíamos hecho en el *Informe Semanal* No. 1283 de septiembre de 2015.

Enfermedad Holandesa

Durante 2003-2004, la TRM se desplomó desde niveles de \$3.000/dólar hacia los \$2.400/dólar, mostrando una apreciación del 20%, pero ello obedecía más a favorables términos de intercambio (petróleo subiendo de US\$25/barril hacia US\$40/barril) que a un auge de volúmenes (de hecho, los de petróleo caían de 500.000 a 250.000bpd, aunque los de carbón subían de 30 a 50 millones de toneladas/año).

Anif concluía entonces que se estaba confundiendo el arbitraje temporal de las transferencias de las remesas con la Enfermedad Holandesa (EH).

Durante 2006-2014 se dio una importante escalada tanto en los volúmenes de petróleo (pasando de 530.000bpd

hacia cerca del millón de barriles por día) como en los de carbón (de 66 a 85 millones de toneladas/año), que, además, coincidió con un gran auge en los precios del petróleo (pasando de US\$40/barril a los US\$95). Ello propició desplomes de la TRM hacia niveles promedio/año de \$2.000/dólar, los cuales persistieron durante 2011-2014, implicando sobre-apreciaciones cambiarias reales del orden del 25%-30% (en el acumulado).

Los daños en materia de desindustrialización y el exagerado énfasis en actividades edificadoras se hicieron evidentes (con su correspondiente “burbuja”, afortunadamente no apalancada en crédito bancario). Consideramos que el récord histórico del período 2009-2015 probó la validez de la hipótesis de EH, así algunos la hubieran desestimado como “un breve resfriado”.

La desindustrialización en Colombia

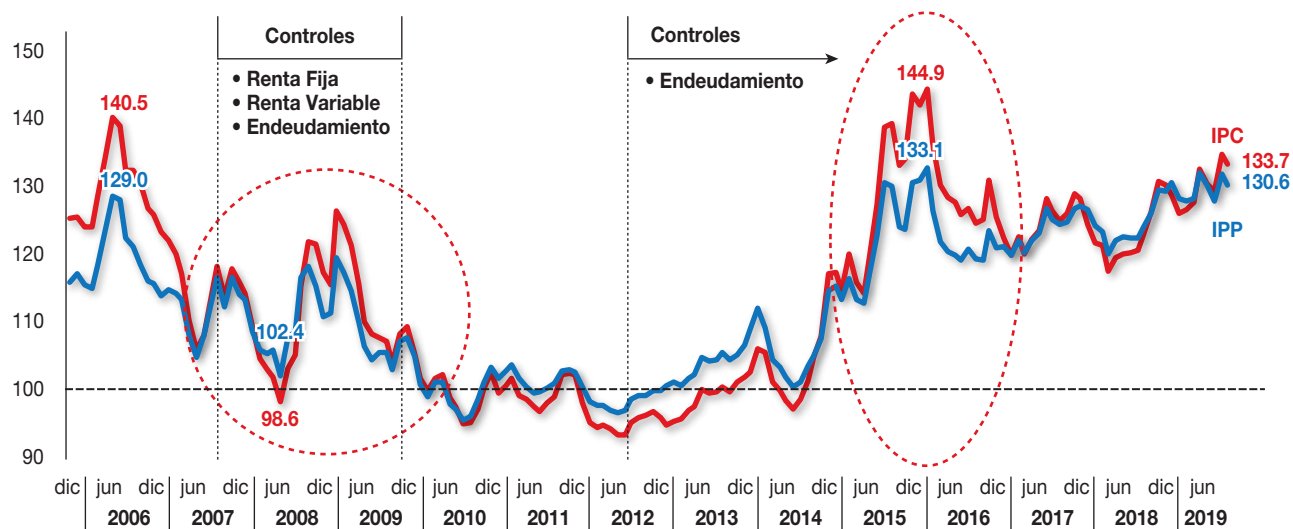
En este frente se recurrió al artificio de pensar que era un problema contable generado por la “tercerización” de los servicios. Si bien ese ha sido un fenómeno global, en Asia (aún bajo un pronunciado *outsourcing*) se ha observado una creciente participación del valor agregado industrial respecto del PIB. En cambio, en Colombia hemos visto decrecer esta relación Valor Agregado Industrial/PIB desde niveles del 24% cuatro décadas atrás hacia un 15% hace una década y actualmente se perfila al rango 9%-10%, en función del impacto amortiguador que ha representado Reficar sobre la cadena petroquímica durante 2016-2019.

La desindustrialización de Colombia no es un fenómeno resultante de ar-

“Presentaremos esta retrospectiva histórica del período 2005-2019, resaltando nuestros aciertos y errores de los últimos quince años. Nos focalizaremos en los temas de: i) “Enfermedad Holandesa”; ii) desindustrialización; iii) formalización laboral; y iv) proceso de “desinflación” hacia la meta de largo plazo del 2%-4% anual, actualizando así el balance que habíamos hecho en el año 2015.”

VISIÓN RETROSPECTIVA (2005-2019) Y AGENDA PENDIENTE (2019-2022)

Gráfico 1. Índice de Tasa de Cambio Real
(Comercio global a septiembre de 2019, base 2010 = 100)



Fuente: elaboración Anif con base en Banco de la República.



tilugios contables, sino una dura realidad, advertida por Anif hace más de una década. Revertirla requiere: i) aprovechar el re-alineamiento cambiario logrado durante 2015-2019, mostrando correctivos reales del 30% contra canasta de monedas y dejándonos en TRMs cercanas a los \$3.400/dólar, que lucen en línea con la Paridad de Poder Adquisitivo (ver gráfico 1); ii) acelerar la provisión de infraestructura de transporte que abarate los costos y permita así incrementar las exportaciones del agro y de la industria; y iii) mejorar la competitividad laboral a través de reducir los costos no salariales, según la propuesta que hemos venido impulsando, ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-reflavoral0818.pdf>.

Formalización laboral

Relacionado con este asunto de abaratamiento relativo de la mano de

obra, aparece el tema de la formalización laboral, donde tanto Anif como Fedesarrollo habían insistido en la importancia de reducir los costos no salariales a través de sustituir algunas de sus fuentes con la tributación general. La Ley 1607 de 2012 avanzó en esa dirección al reducirlos en 13.5 puntos porcentuales (pp), pero cometió el error de indexar las partidas presupuestales del ICBF y el Sena al ritmo de inflación + 2pp reales. Así, las ganancias de unos 5pp en la relación Pagos PILA/PEA, alcanzando hoy el 45%, resultaron costosas a nivel fiscal. Sin embargo, a nivel de aquellos que cotizan doce meses al año, todavía se tienen registros tan bajos como un 20% de la PEA (ver gráfico 2).

Proceso de desinflación hacia el rango 2%-4%

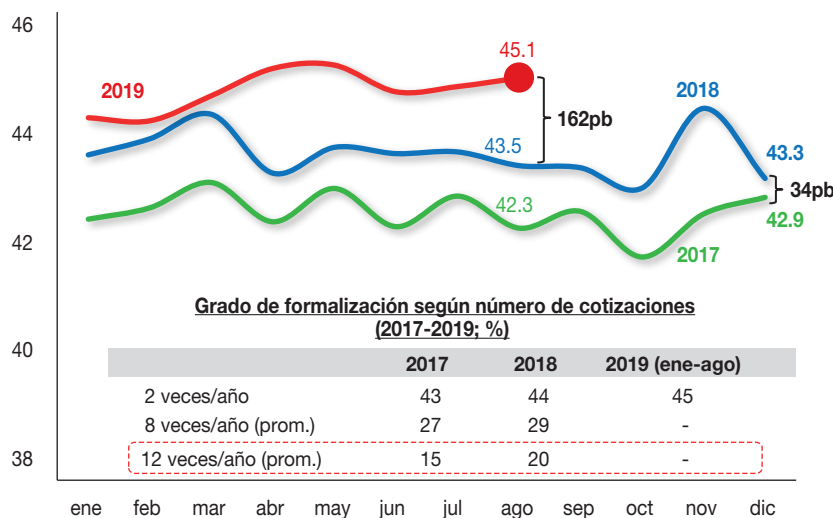
Corrían los años 2008-2009 (al calor de la crisis financiera global), cuando

el Banco de la República (BR) se preparaba para dar un salto históricamente importante al anunciar que, a partir de 2010, estaría adoptando como nuevo rango de inflación la

meta del 2%-4% anual, con punto medio del 3% anual. Dada la debilidad de nuestro crecimiento del PIB-real en aquellos años, bordeando el 2%, Anif consideró que podría

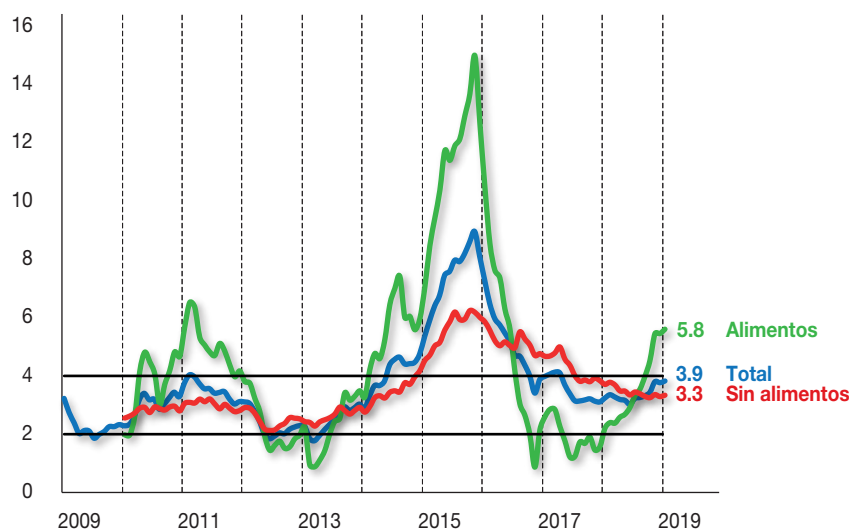
resultar algo prematuro pensar en dar tal salto hacia una “inflación baja y estable” del 3% anual como meta de largo plazo. Sin embargo, el BR resultó teniendo la razón y ha logrado, durante el período 2010-2019, mantener la “inflación subyacente” cerca del 3% anual, honrando su meta de “inflación baja y estable”.

Gráfico 2. Evolución Cotizantes Activos a Pensiones (% de la PEA, agosto de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y Superfinanciera.

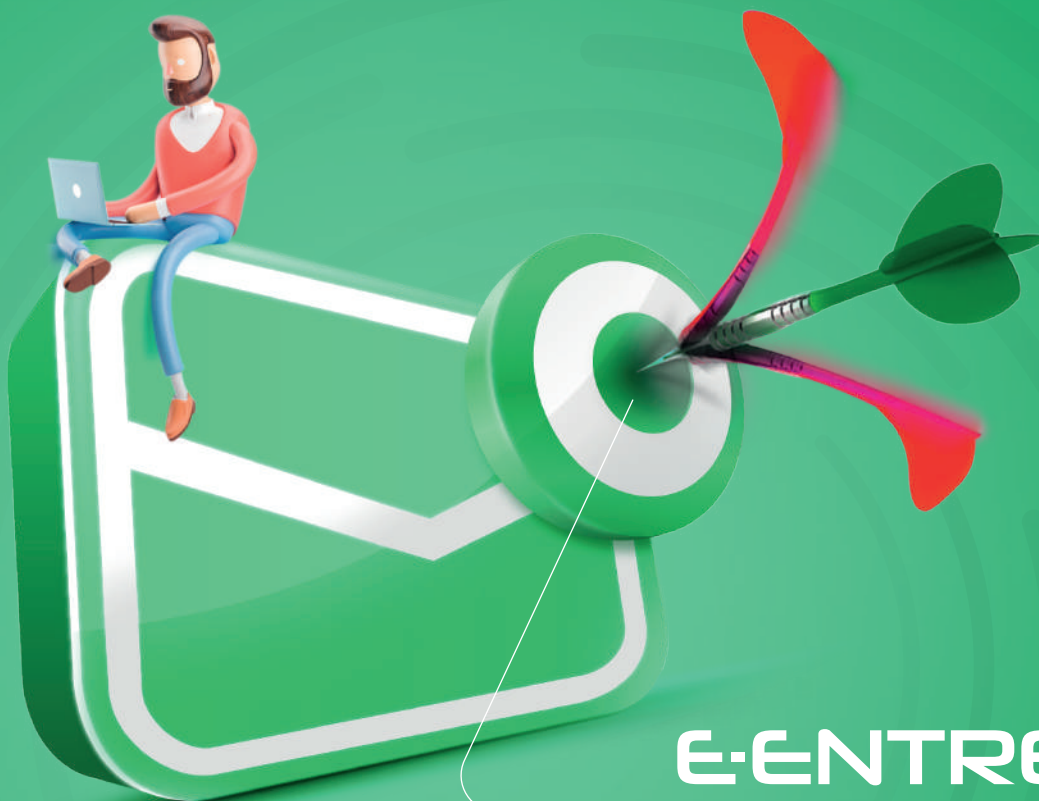
Gráfico 3. Precios al consumidor (Variación % anual, a octubre de 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Anif ha reconocido este acierto del BR y fue nuestro error pensar que era prematuro dar dicho salto cualitativo en materia de control de la inflación (ver gráfico 3). Ahora bien, este proceso no ha estado exento de sobresaltos, pues durante el período 2014-2016 se tuvieron delicados momentos de “des-anclaje” inflacionario, perdiéndose dicha meta-rango del 2%-4% durante tres años consecutivos. Durante el período 2017-2019, la inflación ha vuelto a estar controlada y el BR ha podido operar satisfactoriamente políticas monetarias contra-cíclicas adecuadas, donde el desfogue de los desequilibrios de los déficits gemelos (externo-fiscal) ha ocurrido en el frente cambiario, gracias a la flotación cambiaria que puede operar exitosamente bajo el esquema de “Inflación-Objetivo”.

Próximamente estaremos extendiendo este ejercicio de “tomarnos la lección” en materia de aciertos o errores en la política económica durante el período 2005-2019. Nuestro próximo ejercicio versará sobre los temas de: i) nivel del PIB per cápita en dólares y su sostenibilidad; ii) urgencia de una reforma tributaria que expanda el IVA del 19% a numerosos bienes que todavía tributan al 0% o al 5%; iii) el cierre definitivo del Régimen de Prima Media (Colpensiones); y iv) la forma de apuntalar el Grado de Inversión de Colombia durante 2020-2022.



E-ENTREGA

Correo electrónico certificado

Paquetes de correo desde:

10

20

50

80

100

200

destinatarios



Enviado

Certifica la entrega del mensaje, su contenido y los archivos adjuntos.



Acreditado

Contamos con la **acreditación de la ONAC** (Organización Nacional de Acreditación de Colombia).



Leído

Visualiza en tiempo real el **estado de tus mensajes** (entregado, leído, rechazado, fecha, hora, lugar y más).



Entregado

Obtén la **prueba de entrega digital** de tus comunicaciones con validez jurídica.

Adquiere tus paquetes e-entrega aquí:

o solicítalo en: www.servientrega.com



SERVIENTREGA

Centro de Soluciones

Para más información
solucionesdigitales@servientrega.com

Encuétranos como
Servientregacs



ST
Servicio
SuperTransporte



Gran Depresión (1929-1933) vs. Gran Recesión (2008-2014) y Recuperación (2015-2019) *

Ha pasado una década desde el estallido de la crisis global de 2007-2008 y cinco años desde el inicio de la recuperación de 2015-2019. Dicho período de crisis financiera se ha denominado como la Gran Recesión (2008-2014) y solo resulta equiparable a lo ocurrido durante la Gran Depresión de 1929-1933.

La tenue recuperación de la última década nos habla de un ciclo económico maduro (el segundo más largo desde la posguerra), pero con bajas expansiones promedio en el PIB-real de Estados Unidos del 2% anual y con descensos en la productividad hacia niveles cercanos al 0.5% anual (vs. 1.5%-2% de auges anteriores). Esto último contrasta con las recuperaciones de ciclos pasados y con lo ocurrido pos-Gran Depresión (incluyendo la “recesión de Roosevelt 1937-1938”).

A finales de 2018 se discutían potenciales recalentamientos de la

economía de Estados Unidos ante los estímulos fiscales procíclicos (extemporáneos) de la reforma tributaria del presidente Trump. En ese entonces se hablaba del denominado fenómeno del 4 x 4 x 4 referido a las proyecciones de: i) tasas de interés de los Tesoros americanos a niveles del 4%; ii) una tasa de desempleo tan baja como un 4%; y iii) una inflación del 4%.

Sin embargo, durante 2019 dicho panorama se ha revertido por cuenta del recrudecimiento de la guerra comercial entre Estados Unidos-China, extendiéndose también hacia la Unión

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1486 del 12 de noviembre de 2019.

GRAN DEPRESIÓN (1929-1933) VS. GRAN RECESIÓN (2008-2014) Y RECUPERACIÓN (2015-2019)

Europea. Ello ha implicado reducciones en las tasas de los Tesoros hacia niveles del 1.7% (vs. 3% un año atrás), dado el viraje en la postura monetaria del Fed, habiendo completado reducciones de 75pb. Así, su tasa repo ha bajado a niveles del 1.75% (vs. el 2.5% al cierre de 2018).

En el frente del mercado laboral, en Estados Unidos la tasa de desempleo se ha reducido aún más hacia niveles del 3.6%, pero ello no ha estado acompañado de las usuales presiones inflacionarias. Este “aplanamiento de la Curva de Phillips” ha sido uno de los grandes sucesos a nivel macroeconómico global con serias implicaciones para el manejo de la política monetaria.

Así, la economía global se perfila hacia desaceleraciones generalizadas

con crecimientos del 3.1% en 2019 (vs. 3.8% en 2018). Allí, la menor demanda por *commodities*, tanto del mundo desarrollado (con un crecimiento proyectado del 1.7% para 2019 vs. 2.3% en 2018) como emergente (3.9% vs. 4.5%), restará aún más soporte a los precios de estos, con un impacto negativo sobre América Latina (con precarias expansiones del 0.6% en 2019 vs. 1.4% en 2018).

Con el ánimo de enfrentar dichos vientos de desaceleración global, los principales bancos centrales han buscado mayor estímulo monetario. Sin embargo, dichos esfuerzos monetarios poco lograrán frente a la guerra comercial.

El problema es que una política monetaria aún más laxa arriesga con agravar tres problemas financieros: 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 *Informe Semanal* No. 1474 de agosto de 2019).

¿Cuál es entonces la situación actual de Estados Unidos y cómo se compara con la experimentada en los difíciles años de la Gran Depresión (1929-1933)?

Análisis de la renta variable

El índice Dow Jones mostró un comportamiento bastante similar durante los primeros 17 meses en cada una de estas crisis (Gran Depresión vs. Gran Recesión), ver gráfico 1. En ambos casos, un año y medio después del estallido de la crisis (t+17 meses) la Bolsa de Valores caía un -40%. Sin embargo, en la Gran Depresión el

mercado accionario solo comenzó a recuperarse en t+41 (tres años y medio después), mientras que en la Gran Recesión la recuperación comenzó en t+18.

Así, en enero de 2016 (t+100) el índice Dow Jones superaba en un +18% el registro del año 2007. Por el contrario, en el mismo período desde el inicio de la Gran Depresión (t+100, en febrero de 1938), el índice de la Bolsa de Valores era un -53% inferior al valor alcanzado al comienzo de la misma (octubre de 1929).

Durante 2018, las expectativas de incremento en las tasas del Fed implicaron pérdidas del -5.6% en el Dow Jones. Dichas pérdidas se han visto más que compensadas a lo largo de 2019 por cuenta del viraje en la postura monetaria del Fed, a pesar de estarse diluyendo el efecto positivo sobre las utilidades empresariales de los recortes impositivos de 2017-2018. En efecto, el Dow Jones registró una valorización del 18% en lo corrido del año a octubre, dejando ganancias netas del 12% en los dos últimos años.

Todo lo anterior implica que, al corte de octubre de 2019 (t+144), el Dow Jones estaba doblando sus niveles precrisis de 2007 (valorizaciones acumuladas del 95%), superando ampliamente el desempeño que se observaba a la misma altura del período pos-Gran Depresión (en octubre de 1941 dicho índice seguía un -57% por debajo de su valor precrisis). Nótese cómo los excesos de liquidez de la última década han implicado valorizaciones compuestas del 10% anual en el Dow Jones, contrastando ello con la tenue recuperación del sector real (el consabido Wall Street vs. Main Street).

“Una política monetaria aún más laxa arriesga con agravar tres problemas financieros: 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.”

Análisis del crecimiento económico

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

Cabe recordar la pronta y acertada actuación del Fed al recortar su tasa repo del 5.25% al 0.25% durante 2007-2009, enfrentando de forma agresiva los riesgos de repetir la deflación de los años treinta. Ello fue complementado con “oleadas” de inyecciones de liquidez (QEs) que permitieron financiar cuantiosos déficits fiscales a tasas de interés moderadas del 1.7%-2.2%, cercanas al cero real, así como apuntalar el debilitado mercado hipotecario.

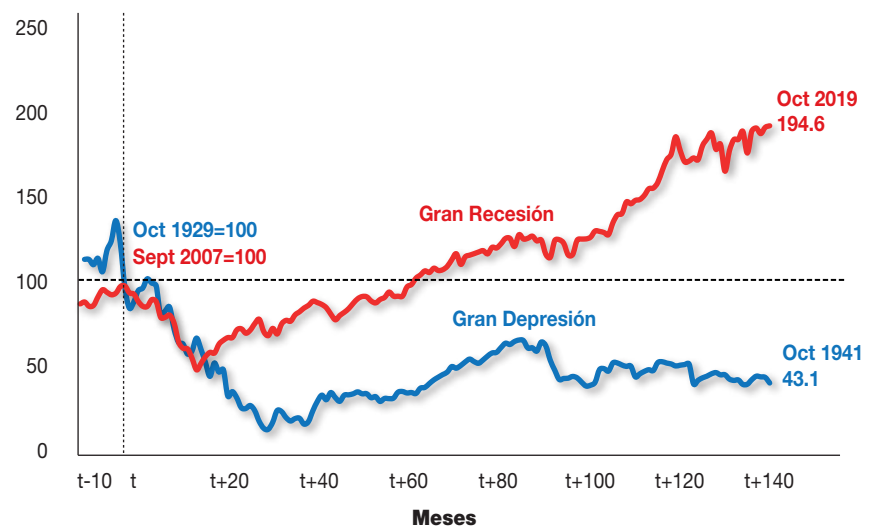
Ya mencionamos cómo el expediente de guerra comercial ha implicado desaceleraciones de la economía de Estados Unidos hacia ritmos cercanos al 2.2% en 2019 (vs. niveles cercanos al 3% durante 2017-2018 por cuenta del estímulo fiscal). La gran incógnita es el desempeño para el año 2020, donde nuestro escenario base sugiere un aterrizaje suave a ritmos del 1.7% (pero donde las probabilidades de recesión a horizontes de 12-18 meses se han incrementado del 20% al 35%).

En este frente cabe resaltar los pocos efectos de menor incertidumbre que podrá tener la pequeña tregua comer-

cial que se viene negociando entre Estados Unidos y China (el llamado “Acuerdo Fase I”). Dicho acuerdo se limitaría a contener nuevos aranceles a entrar en vigencia en diciembre (con potenciales reversas en partidas puntuales), quedándose por fuera los temas gruesos tecnológicos y de propiedad intelectual.

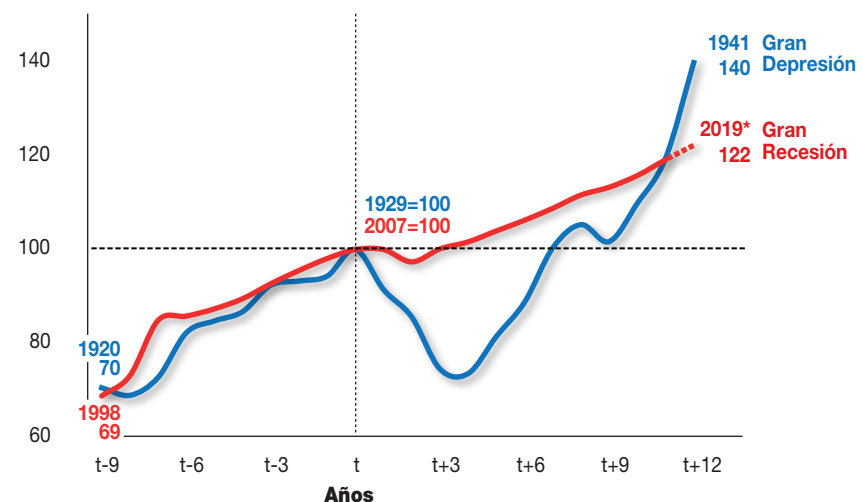
Nótese cómo estos crecimientos en el momento “t+10” años pos-Gran Recesión resultan bastante inferiores a los observados en 1942 (los mismos horizontes de 10 años después de la crisis), cuando la economía de Estados Unidos se vio favorecida por los impactos productivos de la Segunda Guerra Mundial. De lo que se habla

Gráfico 1. Renta variable: Índice Dow Jones (1941 vs. 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Dow Jones.

Gráfico 2. PIB-real de Estados Unidos (1941 vs. 2019)



*Proyección.

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

GRAN DEPRESIÓN (1929-1933) VS. GRAN RECESIÓN (2008-2014) Y RECUPERACIÓN (2015-2019)

actualmente es de un nuevo período de estancamiento secular (a lo Hansen en los años treinta) de persistente debilidad en la demanda agregada y del gran “hoyo negro” del agotamiento en la capacidad contracíclica de la política monetaria (ver Summers 2019).

Tasa repo del Fed

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

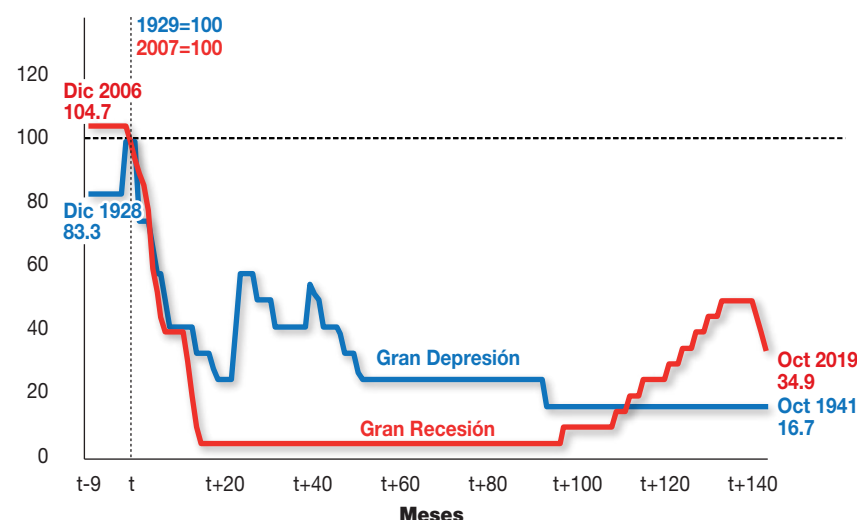
El gráfico 3 muestra cómo, durante la Gran Recesión, el Fed actuó bajando la tasa repo rápidamente y sosteniéndola en niveles cuasi nulos en nominales y negativos en reales. Adicionalmente, usó sus “ventanillas de apoyo” de forma generosa, multiplicando su hoja de balance por 3-4 veces, no solo en Estados Unidos, sino en Europa y Japón.

En este frente, los riesgos de recalentamiento que se avizoraban en 2018 (el mencionado 4 x 4 x 4) llevaron al Fed a

incrementar su tasa repo hacia niveles del 2.5% al cierre del año (máximos de la última década). Aunque a inicios de 2019 esperábamos que dichas retracciones de liquidez continuaran (con incrementos por 100pb antes de finalizar el año), los riesgos recesivos globales llevaron al Fed a revertir su postura monetaria. Ya mencionamos cómo ello ha implicado los llamados recortes “pre-cautelativos” de 75pb, tratando de contener los potenciales daños de la guerra comercial.

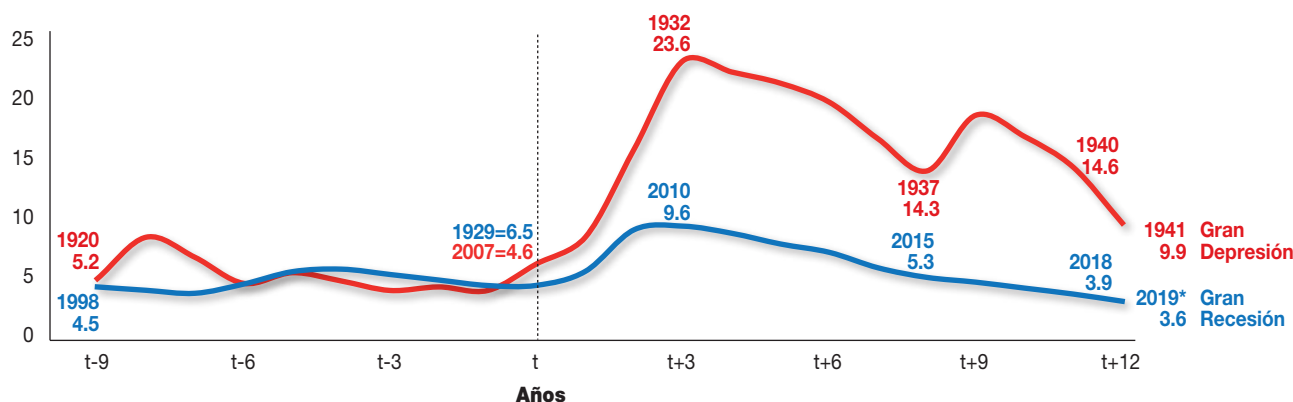
Sin embargo, en la coyuntura actual el dilema de la política monetaria es aún más complejo. De un lado, se parte de niveles bajos de tasas de interés (2.5% en diciembre de 2018), luego será imposible replicar el impacto histórico que se tenía cuando se partía de tasas del 5%. De otro lado, el principal problema no tiene que ver con los costos de fondeo, sino con la incertidumbre que las tensiones comerciales están generando sobre la inversión empresarial.

Gráfico 3. Tasa del Fed (1941 vs. 2019)



Fuente: cálculos Anif con base en Fed.

Gráfico 4. Tasa de desempleo en Estados Unidos (1941 vs. 2019, %)



* Dato a septiembre de 2019.

Fuente: cálculos Anif con base en BLS.

Desempleo

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

La sorpresa en este frente ha sido doble: i) no solo se ha observado una persistente tendencia decreciente en dicha tasa de desempleo hacia niveles del 3.5%-3.6% durante 2018-2019 (inferiores al NAIRU del 4%-5% que estimábamos los economistas); sino que ii) ello ha ocurrido en ausencia de presiones inflacionarias, habiéndose el Fed quedado corto (por lo bajo) en el cumplimiento de su meta de inflación del 2% durante la última década. En efecto, en este sentido parece haberse roto el paradigma de la llamada “Curva de Phillips-dinámica” que relaciona los ciclos del desempleo con los de la inflación, generando “nuevas reglas económicas” (ver *The Economist*, “The World Economy’s Strange New Rules”, 11 de octubre de 2019).

Múltiples hipótesis han surgido para explicar dicho aplanamiento de la Curva de Phillips: i) el anclaje de las expectativas de inflación a bajos niveles; ii) la alta competencia y la modernización tecnológica de las cadenas globales de valor; y iii) los excesos de ahorro provenientes de Asia.

Lo que está claro es que todo ello requerirá repensar la forma de operar la política monetaria durante la próxima década, similar al cambio de paradigma que se requirió para superar la estanflación de los setenta e inicios de los ochenta. En ese entonces se viró hacia bancos centrales independientes operando bajo esquemas de Inflación Objetivo. Hoy en día la discusión se ha centrado en permitir mayor flexibilidad en el esquema de Inflación Objetivo-Comprensiva (teniendo en cuenta temas de estabilidad financiera), suavizando el cumplimiento de las metas inflacionarias a lo largo del ciclo económico (la llamada Inflación Objetivo Promedio), ver *Comentario Económico del Día* 16 de octubre de 2019 y *The Economist*, “How to Make Economic Policy Fit for a World of Low Inflation”, 10 de octubre de 2019. 



**Acreditación Institucional
de Alta Calidad Sede Bogotá**

Resolución MEN N° 004141 del 22 de abril de 2019

Vigencia por 4 años

La calidad la construimos entre todos

Matrículas ABIERTAS



Conoce nuestras becas, auxilios y descuentos
en la página web: www.uan.edu.co

Más de 130 programas
Pregrados, Especializaciones, Maestrías
y Doctorados

Metodologías: presencial, distancia y virtual

VIGILADA MINEDUCACIÓN

SNIES 1826. Personería Jurídica No. 4571 del Ministerio de Educación Nacional

Síguenos:



01 8000 123 060
admisiones@uan.edu.co

¡TÚ NOS RECUERDAS
QUE NO HAY LÍMITES
PARA SOÑAR!

Invierte en nuestros nuevos Fondos de Inversión Colectiva



META
PLANEADA



META
ESTRATÉGICA



META
DECIDIDA

La forma natural de
invertir asociada a tu
proyecto de vida para que
juntos sigamos

Construyendo Metas

Beneficios



Diversificación del portafolio
con mayores expectativas de
rentabilidad de acuerdo a tu
perfil de riesgo y necesidades



Único proceso de vinculación
y extracto consolidado de
inversión al adquirir varios
Fondos

Palabras del Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo en la Asamblea de los 45 años de Anif (1974 – 2019)

Agradezco inmensamente la honrosa invitación que me hiciera Anif para dirigirme a ustedes en su XXXIII Asamblea. Asimismo, agradecemos al Presidente de la República, Dr. Iván Duque Márquez, por acompañarnos en esta fecha tan importante y por compartir con todos nosotros sus reflexiones sobre la situación general del país. De igual manera, enviamos un respetuoso saludo a la Sra. Vicepresidenta, la Dra. Marta Lucía Ramírez, quien presidió esta institución a finales de la década de los ochenta, dejando un importante legado para quienes le sucedieron.

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

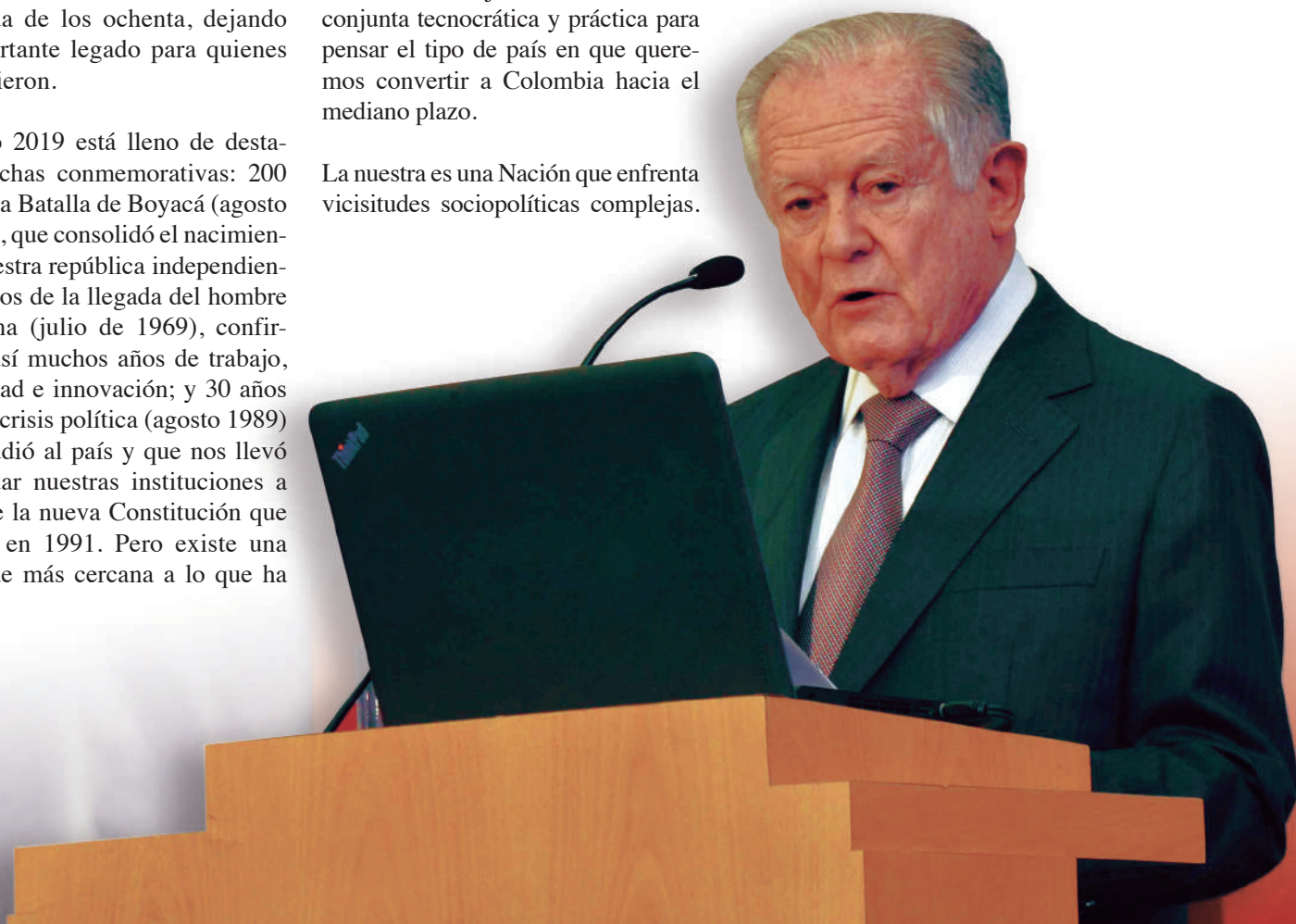
sido mi trajinar como empresario, los primeros 45 años de existencia de este instituto de pensamiento.

Breve reseña de Anif

Anif la creamos en 1974, inicialmente con un ánimo gremial bancario. Con el transcurso del tiempo, a partir de 1989, migraría para consolidarse como uno de los centros de pensamiento y gestión más importantes de Colombia, trabajando con una visión conjunta tecnocrática y práctica para pensar el tipo de país en que queremos convertir a Colombia hacia el mediano plazo.

La nuestra es una Nación que enfrenta vicisitudes sociopolíticas complejas.

De allí la valía de contar con un norte institucional claro, el cual constantemente está siendo evaluado por Anif, y hacia donde deben orientarse las políticas públicas para mantener el “puerto seguro” del desarrollo sectorial equilibrado y logrando también la requerida “equidad social”. No es casualidad que estos dos elementos de crecimiento con equidad se hayan constituido en la piedra angular del Plan Nacional de Desarrollo



(Ley 155 de 2019) del Presidente Duque para el período 2018-2022.

Así, 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 la vivienda, alcantarillado y construcción de oleoductos, la cobertura y prestación de los servicios educativos, de la salud y la provisión pensional. Esto lo hace Anif combinando su independencia, la innovación de las ideas y buscando la consolidación institucional.

Anif nació como una iniciativa que lideré en conjunto con Jaime Michelsen, en ese momento presidente del Banco de Colombia, y quien presidía la Junta Directiva; Bernardo Saiz de Castro, presidente de la Nacional de Seguros; e Ignacio Umaña de Brigard, presidente del Banco Nacional. El primer presidente fue Belisario Betancur, quien dirigió esta institución por dos años, antes de iniciar su campaña presidencial, quien luego fue sucedido por Ernesto Samper, también posteriormente Presidente de la República.

La crisis financiera y económica de los años 1982-1984, que afectó en forma grave toda nuestra economía, también tuvo consecuencias para Anif. Retirado Jaime Michelsen, la Presidencia de la Junta le correspondió al presidente del Banco de Colombia, designado por el gobierno, quien nos expresó que el Ejecutivo no veía con simpatía la existencia de Anif y que, por lo tanto, se estaría separando totalmente de sus actividades. Los demás miembros de la Junta me pidieron que me encargara de la

Presidencia con la misión específica de continuar los programas de desarrollo institucional y mantener a Anif como uno de los grandes pilares de la actividad empresarial.

En la ejecución de esta tarea, durante más de treinta años me desempeñé como Presidente de su Consejo Directivo. Agradezco a los que allí me acompañaron por su confianza y las sabias guías que me proporcionaron. De esta manera, Anif dejó de ser una entidad de representación gremial y pasó a ser un verdadero *Think Tank*, una organización concentrada en participar en el análisis y la solución de los problemas más apremiantes de Colombia en todos sus órdenes, no únicamente en el frente económico, sino en todos los campos que tuvieran que ver con el bienestar de los colombianos.

Volviendo a la reseña histórica de Anif, y como mencioné anteriormente, en 1988 le pedimos a Marta Lucía Ramírez, hoy Vicepresidenta de la República, que aceptara el cargo de Presidente Ejecutiva, labor que aceptó y que resultó muy importante y productiva en la consolidación de la institución. Desde entonces hemos tenido una serie de presidentes de dedicación exclusiva, grandes profesionales, y conocedores del país. Recordemos a Javier Fernández, quien hizo una gran labor en Anif durante sus seis años como Director. Después estuvieron nuestros queridos amigos los hermanos Montenegro, primero Armando y después Santiago; posteriormente, Fabio Villegas. Y, finalmente, desde 2005 hemos tenido la satisfacción de contar con Sergio Clavijo, quien ha sido un gran ejecutor y representante de nuestra entidad en todas las labores que desarrolla. Sergio: todos los afi-

liados a Anif y yo mismo queremos agradecerle por todos estos años en los que has dirigido esta institución; ha sido un período lleno de retos, pero también de satisfacciones por un trabajo hecho a conciencia.

En la actualidad, las diecisiete entidades del sector financiero afiliadas a Anif estamos comprometidas en continuar apoyando estas tareas como centro de investigación y gestión por muchos años más.

Situación económica 2019-2020

Es importante, luego de esta visión del devenir de Anif, hacer una referencia a la situación económica actual. Colombia se ha convertido en referente de actividad en el ámbito regional, siendo el país que más crecerá en 2019 y 2020 dentro del grupo de las naciones más grandes de América Latina. Los datos recientes han sido muy favorables, lo que llevó al Banco de la República a incrementar su pronóstico de crecimiento para este año del 3% al 3.2%, lo que nos llena de ánimo empresarial para seguir impulsando nuestra economía y así poder acelerar su crecimiento hacia el 4% que visualiza el Plan Nacional de Desarrollo para los años venideros. Este dinamismo tiene especial significado en momentos de una elevada turbulencia internacional por cuenta de los riesgos recesivos que ha desatado la conocida guerra comercial entre Estados Unidos y China.

Vale la pena destacar el repunte que han tenido las actividades financieras al acelerar su crecimiento hacia el 6% anual en lo corrido de 2019 a septiembre, así como la recuperación en el crecimiento que, por fin, mues-

tran la cartera corporativa y el crédito de consumo.

Para continuar con este buen comportamiento se requerirá conseguir un adecuado balance que permita contener la inflación sin restarle dinamismo al repunte económico. Adicionalmente, un indicador que merece particular atención y trabajo es el deterioro del mercado laboral, el cual se refleja en el incremento en la cifra de desempleo por la baja capacidad de absorción de mano de obra por parte del aparato productivo nacional. Para mantener el repunte del PIB y reducir el desempleo, será fundamental agilizar las tareas del Estado y abaratar los costos operativos del sector productivo, tal y como lo buscan los Pactos que viene impulsando el gobierno con los gremios. Además, es importante avanzar con reformas que profundicen la disminución de los costos laborales que hoy deben asumir las empresas y que imponen una pesada carga para la formalización del empleo en Colombia.

Un tema adicional que debe incluirse en la agenda es la disminución del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, cuya proyección para el cierre de 2019 supera el 4% del PIB. Tener bajo control los desbalances externos le permitirá a Colombia mantener su estabilidad macroeconómica y su tradicional atractivo para los inversionistas internacionales.

De forma similar, considero importante solicitar a las Altas Cortes tener en cuenta el impacto que sus fallos generan en la economía en general, pues ellos están marcando el devenir de sectores tan vitales como la minería, el energético y la infraestructura. Bien sabemos los empresarios que esos sectores deben poder crecer bajo reglas y acuerdos que preserven

el medio ambiente, pero resultaría muy peligroso que por cuenta de prohibiciones que, en otros países como Chile, Ecuador o Perú se han logrado zanjar de forma razonable, se continúe inclinando la balanza en la dirección de impedir el desarrollo de esos sectores, resultando en mayores dificultades para recuperar ese crecimiento objetivo del 4% anual antes señalado.

Algunas reflexiones sobre el trabajo de Anif y, en especial, el tema de la Justicia

Para concluir esta breve disertación, quisiera referirme a los temas en que se ha enfocado Anif en estos 45 años y, en particular, en uno de ellos que me parece de la máxima importancia.

La agenda de Anif ha sido siempre muy amplia, procurando descubrir la raíz de problemas de vieja data con el fin de proponer soluciones estructurales, trabajando de cerca con los representantes de todos los gobiernos, con el propósito único de contribuir desinteresadamente al engrandecimiento de Colombia. Esta institución hace observaciones respetuosas cuando considera que las cosas no marchan como deberían y, cuando es justo, hace los correspondientes reconocimientos a las buenas soluciones que se toman y a las buenas actuaciones gubernamentales.

Algunos de los temas en que se ha enfocado son estudios sobre correctivos en el frente fiscal, la ampliación de la frontera agrícola hacia la Orinoquía, una mejor dinámica de los mercados financieros locales y



Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif; Sergio Clavijo, Presidente de Anif; Iván Duque Márquez, Presidente de la República de Colombia; Juan Carlos Mora, Presidente de Bancolombia; y Luis Carlos Sarmiento Angulo.

ajustes paramétricos para reducir en Colombia los faltantes pensionales y mejorar la baja cobertura del sistema, donde en la actualidad solo uno de cada cuatro colombianos en edad de pensión está logrando acceder a sus derechos pensionales, entre muchos otros temas.

Sin embargo, quiero resaltar, por ser de los más trascendentales, los estudios que desde hace muchos años Anif ha hecho sobre el tema de la Justicia, que ha llegado a unos niveles muy preocupantes de des-

prestigio, por sus defectos pasados y presentes, tales como su baja eficiencia y la falta de cumplimiento de los términos previstos en los códigos de procedimiento, lo que resulta en que los procesos se demoren mucho más de lo normal y, por lo tanto, los reclamantes no vean protegidos sus derechos. Este es, en mi opinión, el problema insoluto más crítico para el país en la actualidad.

Como referencia les leeré, para recordar, un par de párrafos presentados en la Asamblea Anual de Anif de 2008 (once años han pasado desde ese entonces), que demuestran que, aunque en ese momento fueron muy bien recibidos por el presidente Álvaro Uribe y su gabinete, no hemos avanzado en la solución de esta necesidad tan sentida y que, incluso, han resultado premonitores: “La expansión de la insurgencia armada entre nosotros ha tenido como una de sus principales causas objetivas la debilidad de la Justicia”; posteriormente señalaba, “es por esto que, oportunamente, creo indispensable llamar la atención de todos acerca de la imperiosa necesidad de actuar desde ahora en la revitalización de la Justicia en Colombia como presupuesto indispensable para trasegar con buen suceso el período de posconflicto. No solamente para enfrentar con decisión y éxito cualquier resurgimiento de la insurgencia armada (que en la actualidad se observa en las disidencias de las Farc), sino para no sufrir el rigor del crimen en las ciudades, que han experimentado otros países en esta etapa (recordamos con terror el atentado del ELN a la Escuela General Santander)”.

Luego, en la Asamblea de octubre de 2014, acompañados por el Presidente Juan Manuel Santos y en medio de las negociaciones que llevaron

a conseguir, tras un largo y difícil proceso, la desmovilización de una significativa mayoría de los integrantes de las Farc y el inicio de su vida política, anotábamos: “Si no se hace una reforma a la Justicia para tornarla operante y eficiente, por más que se logren acuerdos con estas guerrillas, pronto podrían aparecer otros grupos subversivos con diferentes nombres que los reemplacen en el desorden que causan”, y añadíamos “con razón se afirma que, en un Estado de Derecho, la Justicia es indispensable como el ente apropiado para garantizar el respeto de los principios de primacía, igualdad, rendición de cuentas y equidad en la aplicación de la Ley, lo mismo que los de no arbitrariedad y transparencia procesal y legal”.

Por eso ahora quiero reiterar que, de una parte, el empresariado de Colombia mantendrá el apoyo expresado al Presidente Duque y a su equipo frente a la grave amenaza que representan las disidencias de un puñado de las ex-Farc, las cuales buscan revivir la fallida guerra de guerrillas en alianza con el ELN y financiándose con negocios del narcotráfico, cuyos cultivos vienen creciendo en forma acelerada en los últimos años. Este soporte explícito del sector privado a las políticas gubernamentales pro-paz es esencial para consolidar un proceso que todos sabíamos sería exigente.

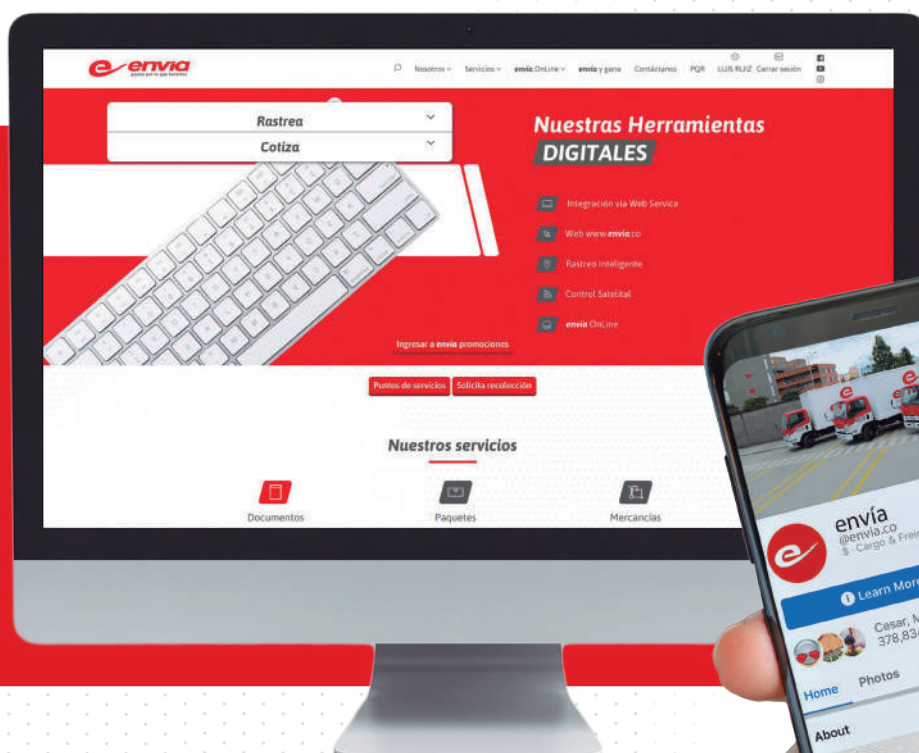
De otra parte, como conclusión de estas ideas, quisiera reiterar que Anif continuará insistiendo en promover el trabajo conjunto con el Estado para fortalecer las instituciones judiciales y así mejorar la prestación de este servicio, ejecutando los procesos en forma oportuna y confiable, como requisito básico para la consolidación de la paz y, de esta manera, fortalecer una democracia más equitativa y, por lo tanto, más sostenible. 

“Anif continuará insistiendo en promover el trabajo conjunto con el Estado para fortalecer las instituciones judiciales y así mejorar la prestación de este servicio, ejecutando los procesos en forma oportuna y confiable, como requisito básico para la consolidación de la paz y, de esta manera, fortalecer una democracia más equitativa y, por lo tanto, más sostenible.”

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



GUÍA EMPRESARIAL

Publicación trimestral

Suscríbase al mejor ANÁLISIS MACROECONÓMICO

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

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

INFORMES

ANIF

Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Calle 70 A No. 7-86 · Teléfonos: (051) 3073295

Línea gratuita 01 800 0119907

Departamento Comercial:

Correo electrónico: comercial@anif.com.co

Teléfonos: (051) 307 3295, 310 1500

ext. 122 y 111

Celular: 310 561 7197

Bogotá - Colombia



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

El continente olvidado: una historia de la nueva América Latina *

Libro escrito por: Michael Reid
Comentado por: Sergio Clavijo

Michael Reid es un destacado reportero económico, con larga tradición en la prestigiosa revista *The Economist*. Tiene a su favor el haber vivido en varias etapas de su vida en América Latina, conociendo particularmente bien Brasil, Perú, Chile y Colombia (mucho de lo cual trasluce en sus notas bajo Bello). Tuve la oportunidad de intercambiar ideas directamente con él a lo largo de 2010-2016, aunque durante el espinoso período de las negociaciones de paz (2016-2018) terminamos alejándonos.

Supongo yo que ello ocurrió debido a sus ocupaciones en pulimento de este magnífico libro y no tanto por las discrepancias que tuvimos sobre el manejo institucional que se les dieron a dichas negociaciones a nivel del referendo y la interpretación que de él hicieron las Altas Cortes. A él siempre le expresé mi apoyo al proceso de paz, pero claramente tuve reparos sobre la forma amañada con la cual se manejó el referendo y el uso del peligroso expediente

* M.Reid (2017), *El continente olvidado: Una historia de la nueva América Latina* (Yale University Press, New Haven and London).



de reformas constitucionales vía *fast-track*, todo ello innecesario para dicho proceso y generando debilidades institucionales. Se llegó a decir en Colombia que Reid era “un incondicional” de Santos y que había perdido su tradicional objetividad, pero sin lugar a dudas este libro reivindica que ello no ha sido así, pues Reid aporta un equilibrado balance de dicho proceso de paz y de sus grandes desafíos (ver págs. 282ss).

En este libro Reid hace un apretado recuento de la historia de América Latina desde 1810 en adelante y se ve que dedicó un buen tiempo a pensar las implicaciones de tres momentos históricos para la región: i) la era de “la región olvidada” (años setenta-ochenta, salvo por las intervenciones de Nixon en Chile y de Reagan en Centroamérica); ii) el legado del “Acuerdo de Washington” de principios de los años no-

“Una virtud de este libro de Reid es el haberse adentrado (y con ejemplos relevantes) en el debate entre instituciones vs. geografía-cultura. Su mensaje es que no puede haber una única explicación sobre el complejo atraso socioeconómico de América Latina, pues son muchas sus fuentes y, en varios casos, la geografía y la cultura juegan un papel preponderante.”

venta, el cual Reid evalúa (pág. 143ss) como condiciones *sine qua non*, pero claramente insuficientes para alcanzar el desarrollo de Asia (especialmente Corea del Sur); y iii) el impacto de la crisis pos-Lehman sobre la región, donde los experimentos populistas de los Neo-Caudillos de Lula-Dilma en Brasil, los Kirchner en Argentina o de Chávez-Maduro en Venezuela no han salido bien. Reid destaca bien los casos excepcionales de Chile con sus orientaciones pro-mercado y mejor equilibrio social y pone en adecuada perspectiva los intentos de Colombia y Perú por emularlos.

En este último frente, en América Latina se han tenido intentos de mejores equilibrios políticos de centro-derecha durante el período 2015-2017. Pero durante 2018-2019 (años no cubiertos por el libro) los resultados no lucen esperanzadores en los casos de Bolsonaro en Brasil (girando nuevamente a la derecha respecto de Temer) o el eventual giro a la izquierda de Argentina si llegara nuevamente al poder Cristina Fernández de Kirchner, tras el fallido intento de Macri de restablecer los principios pro-mercado.

Una virtud de este libro de Reid es el haberse adentrado (y con ejemplos relevantes) en el debate entre instituciones vs. geografía-cultura (págs. 38ss). Su mensaje es que no puede haber una única explicación sobre el complejo atraso socioeconómico de América Latina, pues son muchas sus fuentes y, en varios casos, la geografía y la cultura juegan un papel preponderante (ver Anif, 2019). Su distinción entre instituciones formales vs. informales abre el camino para ponderar adecuadamente el factor cultural como esencial en los casos de las complejidades

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

étnicas de la región. El “clientelismo” que debilita las instituciones formales tiene profundas raíces en los determinantes culturales. Esta idea, además, tiene gran sustento histórico al comparar las raíces del “*west vs. the rest*”, ver Ferguson (2012).

Una buena forma de resumir este debate, a la luz de lo dicho por Reid, es que mientras Acemoglu-Robinson (2007) discuten las instituciones formales contrastando Tort-Law vs. códigos napoleónicos-españoles, las instituciones informales permiten entender el factor geográfico-cultural (ver pág. 41ss).

Conociendo a Reid, sabemos que él bien entiende la problemática de “Enfermedad Holandesa” que enfrentó América Latina con el auge del precio de los *commodities* durante 2005-2014 y, sin embargo, no encontré esta importante idea discutida tal como se merece (págs. 3-6). Esta es una falla no despreciable al presentar su entendimiento de la nueva década perdida (2008-2017) en la región, pues sus argumentos explicativos pasan a descansar más sobre hechos sociológicos-políticos, cuando en realidad ellos están profundamente entrelazados con los económicos.

De hecho, el fracaso exportador de América Latina tiene que ver con su baja diversificación (con las excepciones de Chile y México) y este radica, a su vez, en el daño causado por esa sobre-apreciación cambiaria y por la pobre infraestructura. Durante 2017-2019 se ha corregido buena parte de esa sobre-apreciación cambiaria, pero prevalecen los problemas de infraestructura.

“Reid entiende bien la problemática de “Enfermedad Holandesa” que enfrentó América Latina con el auge del precio de los *commodities* durante 2005-2014. Sin embargo, no encontré esta importante idea discutida tal como se merece. Esta es una falla no despreciable al presentar su entendimiento de la nueva década perdida (2008-2017) en la región, pues sus argumentos descansan más sobre hechos sociológicos-políticos, cuando en realidad ellos están profundamente entrelazados con los económicos.”

Entre tanto, Asia nos ha sacado ventajas comparativas difíciles de reducir. No en vano la región ha venido creciendo al bajo registro del 0.5% anual durante el último quinquenio, mientras que Asia lo hace a ritmos cercanos al 5% anual.

El otro tema que tal vez merecía mayor profundidad por parte de Reid es el referido a los “dolores de la descentralización”, plagada de ineficiencias, corrupción y de la conocida “democracia iliberal” (ver Zakaria, 2004). Estos problemas han sido particularmente agudos tanto en los esquemas federados de Brasil, Argentina o México, como en los de gobiernos departamentales-regionales

(Colombia o Perú). El tema de que “la gente vota con los pies” y se va a buscar mejores gobiernos-participativos ha sido de compleja aplicación en América Latina y esto bien lo ilustró Hirschman al palpar de primera mano los problemas de la región (ver Adelman, 2013). El fracaso operativo de los gobiernos territoriales (la falta de Estado) también contribuye a explicar por qué la región registra el 37% de los homicidios a nivel global, teniendo solo el 8% de la población mundial, como lo menciona el autor.

Pero, en cualquier caso, la obra de Reid merece ser leída con detenimiento, pues sus lecciones resultan pertinentes para un *redux* de las condiciones sobre las cuales pueden operar simultáneamente la democracia y los mercados de cara a las complejidades globales del período 2018-2020. Esta será la única forma de superar la “trampa de la clase

“El otro tema que tal vez merecía mayor profundidad es el referido a los “dolores de la descentralización”, plagada de ineficiencias, corrupción y de la conocida “democracia iliberal”. Pero, en cualquier caso, la obra de Reid merece ser leída con detenimiento, pues sus lecciones resultan pertinentes para un *redux* de las condiciones sobre las cuales pueden operar simultáneamente la democracia y los mercados de cara a las complejidades globales del período 2018-2020.”

media” de la región (ahora cercana al 35% del total) y tras el penoso tránsito de reducir los índices de pobreza del 44% hacia el 28% durante las últimas cuatro décadas. ¿No llores por nosotros, América Latina? 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acemoglu D. y Robinson J. (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, Crown Business, New York; ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/acemoglu_y_robinson.pdf

Adelman J. (2013), *Worldly Philosopher: The Odyssey of Albert O. Hirschman*, Princeton University Press; ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_184_2.pdf

Anif (2019) “¿El porqué de nuestra economía encajonada?”, *Informe Semanal* No. 1472 de agosto.

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

Zakaria F. (2004), *The Future of Freedom: Illiberal Democracy at Home and Abroad*, W.W. Norton Books, NY; ver comentario en <http://anif.co/sites/default/files/zakaria.pdf>



El progreso
es de todos

Mincomercio

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

¿Necesitas un crédito y no
tienes las garantías para
acceder a él?

**¡El FNG respalda tus
sueños de negocio!**

En lo corrido de 2019,
hemos facilitado
el acceso al crédito
a más de **205 mil
empresarios, con
garantías por
\$13,7 billones
de pesos.**



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

www.fng.gov.co



@fngcolombia



@FNGSA



fngsa.blogspot.com



Fondo
Nacional de
Garantías S.A.



Fondo
Nacional de
Garantías

FNG
Fondo Nacional de Garantías S.A.

A STAR ALLIANCE MEMBER



LifeMiles

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