

+ Estructura fiscal de **Colombia**

+ Brechas para la implementación de **Basilea III**

+ Más allá del TLC con **Estados Unidos**

+ Entrevista al **presidente de Isagen**

financiera carta

JULIO / SEPTIEMBRE 2011

155

ANIF

La Vía de la Salvación...

¿2011 - 2014?
Cielo

Moody's

Standard
& Poor's

Fitch

Plan
de
Seguridad
Democrática

Consti-
tución
1991



1980 - 1999
Infierno

COL \$12.000

ISSN 0120-3436



No.155 Julio - Septiembre de 2011

Carta Financiera es una publicación de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF

Resolución No.002012 de 1975
Tarifa postal reducida 2010-256 4-72
La Red Postal de Colombia
ISSN No.0120-3436

DIRECTOR
Sergio Clavijo

SUBDIRECTOR
Alejandro Vera

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Raúl Ávila
Margarita Cabra
Karen A. Erazo
Raúl Alejandro Fandiño
Alejandro González
Manuel I. Jiménez
Manuel Alejandro Pinilla
María P. Salcedo
Nelson Vera

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez

ILUSTRACIÓN CARÁTULA
Luz Stella Sánchez

IMPRESIÓN
Legis S.A.

DIRECTORA DE PUBLICIDAD Y MERCADEO
María Inés Vanegas
Publimarch Ltda. Tel 312 45 03



SUSCRIPCIONES

Amanda González
Calle 70 A No.7-86

Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70
Desde cualquier parte del país sin costo
01 800 011 99 07
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

DISTRIBUCIÓN
DISTRIBUIDORA COLOMBIA

CORREO ELECTRÓNICO **anif@anif.com.co**
PÁGINA WEB **www.anif.co**

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



Sumario Julio - Septiembre de 2011

EDITORIAL

- 4** Los mejores **diez economistas** colombianos (ya fallecidos)

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 9** **Tendencias fiscales y reformas estructurales:** Colombia 2011 - 2020
Sergio Clavijo y Nelson Vera

- 17** **Debate sobre territorio** a través del tiempo
Jaime Arias Ramírez

- 22** Brechas para la implementación de **Basilea III en Colombia**
Luis Alfonso Torres

- 31** **Más allá del TLC con Estados Unidos:** Agenda comercial de Colombia
Manuel Ignacio Jiménez

- 40** **Hipótesis de contagio financiero** y medición de canales de transmisión en la crisis financiera de 2008
José Miguel Yemai

- 50** **Data Marketing** en la administración de la cartera vencida. **No hay tallas únicas**
Ignacio Durán

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 58** Cumplimiento de metas de **crecimiento y desempleo** ¿Qué nos dice el balance de los últimos veinte años?
- 63** **Profundización financiera** y obstáculos existentes en Colombia
- 66** **Pobreza y desigualdad:** progresos de América Latina y retrocesos de Estados Unidos

ENTREVISTA

- 71** Liderando una **industria en expansión**
Luis Fernando Rico, presidente de Isagen

TORRE DE MARFIL

- 77** **El Gran Corto-Financiero:** Entrañas de la Máquina del Fin del Mundo
Libro escrito por Michael Lewis



Los mejores **diez economistas** colombianos (ya fallecidos)

Recientemente, *The American Economic Review* (AER), tal vez la revista académica de economía más prestigiosa a nivel internacional, celebró sus primeros 100 años escogiendo los mejores 20 artículos de toda la historia. Anif se puso en la tarea de analizar el material seleccionado, encontrando algunos sesgos de selección por parte del comité escogido para ello (ver *Comentario Económico del Día 2 de junio de 2011*). En primer lugar, notamos un sesgo de carácter generacional, ya que el 85% de los artículos escogidos se había publicado durante el “corto” período 1960-1980. Este período “coincidía” con la era en que la mayoría de los miembros del comité seleccionador había estado en las cúspides de sus carreras académicas. Un segundo sesgo (bastante obvio) era que las escogencias se inclinaban a favor del “mundo anglosajón”, de donde era originaria la AER. Sin embargo, en el resto de temas encontramos un balance bastante adecuado en términos de áreas (macro vs. micro) y en campos específicos (monetaria, crecimiento, laboral, fiscal, etc.), donde 12 de los 20 artículos seleccionados incluían autores que habían recibido premios Nobel de Economía (iniciados tan sólo en 1969).

Se afirma con razón que los pueblos que no estudian y reconocen su historia son proclives a repetir sus errores. Siguiendo el ejemplo de la AER, nos ha parecido conveniente hacer un homenaje a los economistas colombianos (ya fallecidos) con el fin de resaltar sus

virtudes y aprender de sus legados. La historia de los economistas y de su formación académica es más bien reciente. Por ejemplo, las dos facultades más prestigiosas de economía de Colombia aún no completan sus primeros 100 años, pues la de la Universidad de los Andes data de 1948 y la de la Universidad Nacional de 1952. No es extraño entonces que el grueso de las actuaciones en el campo económico colombiano del período 1925-1970 haya estado dominado por abogados que fungían de economistas. A partir de allí, vendría una “profesionalización” del manejo económico y una interesante amalgama entre los técnicos y los políticos, dando origen a los llamados tecnopols. Para escoger y honrar a los mejores economistas (académicos y prácticos) ya fallecidos del período 1925-presente, decidimos realizar un sondeo entre economistas y abogados con amplia experiencia en el debate académico y manejo de la economía colombiana.

En esta nota reportaremos y analizaremos los resultados de cerca de 40 encuestados que amablemente decidieron colaborar con Anif en esta tarea de corte histórico. Las respuestas individuales permanecerán confidenciales, como lo prometimos; lamentamos no haber incluido algunas respuestas que nos llegaron extemporáneas; hemos excluido algunas pocas respuestas que no se ceñían a lo requerido (incluyeron economistas aún vivos) y, por supuesto, respetamos las señales (implícitas) de algunos encuestados que nos daban a entender que

tendríamos que esperar un tiempo más, antes de que ellos fallecieran, para poderlos incluir en la “lista corta” de los candidatos a ser seleccionados como los mejores economistas de Colombia.

Como veremos, los cinco mejores economistas colombianos (ya fallecidos) escogidos por dicho panel de encuestados fueron: 1. Álvaro López Toro (académico “puro” dedicado a los temas de población-migración); 2. Esteban Jaramillo (ministro de Hacienda y tratadista de las finanzas públicas); 3. Carlos Lleras Restrepo (Presidente de la República y gran político liberal); 4. Juan Luis Londoño (ministro de Protección Social y académico especializado en temas sociales), y 5. Ulpiano Ayala (viceministro de Hacienda y académico dedicado a los temas de seguridad social).

Nuestro análisis indica que estas escogencias parecen haber estado libres de sesgos a favor del “añejamiento” (preferencia por los fallecidos hace mucho tiempo), aunque pudo ocurrir algo de sesgo por “muerte prematura” (2 de 5 y 3 de los 10 primeros seleccionados fallecieron a los 37-46 años frente a la media de 65 años, algo más de una desviación estándar). Tratamos de inferir posibles sesgos de votantes con mayor conocimiento fiscal prefiriendo a economistas con grandes ejecutorias en ese campo o, de forma similar,

banqueros centrales vivientes prefiriendo a banqueros centrales difuntos. Cerca de un 50% de los escogidos se destacó por ejecutorias fiscales, pero ello no parecía provenir de votantes-fiscalistas, y sólo un 10% de los escogidos tenía un claro sello de banquero central, sin una correspondencia clara con votantes-banqueros.

Encuesta y metodología utilizada

Como ya señalamos, se le preguntó a economistas y abogados “experimentados” sus preferencias por los tres mejores economistas ya fallecidos, académicos y/o prácticos, cuyas ejecutorias correspondieran al período 1925-presente. Para facilitar sus respuestas, se les proporcionó a los votantes los 20 más conocidos, en orden alfabético, dándoles la opción (explícita) de incluir cualquier otro no mencionado en dicha lista. Recibimos 39 respuestas, de las cuales sólo 3 escogieron menos de 3 nombres, pero 10 votantes sugirieron nombres adicionales, siendo el más común el de Lauchlin Currie (economista de origen canadiense, nacionalizado en Colombia y quien vivió 44 años en el país de sus 91 de vida). Hemos supuesto que las respuestas dadas revelan preferencias jerárquicas (1 a 3), no simplemente alfabéticas (sólo 5 de las 39 aparecían como tales).

Cuadro 1. Los mejores diez economistas colombianos (ya fallecidos)

Los elegidos	Ranking		Fechas		Edad al fallecimiento
	Ponderado	Simple	Nacimiento	Fallecimiento	
Álvaro López Toro	1	1	1926	1972	46
Esteban Jaramillo	2	2	1874	1947	73
Carlos Lleras Restrepo	3	4	1908	1990	82
Juan Luis Londoño	4	3	1958	2003	45
Ulpiano Ayala	5	5	1943	2002	59
Lauchlin Currie	6	6	1902	1993	91
Francisco Ortega	7	7	1938	1994	56
Luis Eduardo Nieto Arteta	8	8	1919	1956	37
Hernán Echavarría Olózaga	9	9	1911	2006	95
Javier Fernández	10	10	1943	2006	63

Fuente: elaboración Anif.

Resultados

El cuadro 1 reporta los resultados de los mejores 10 economistas ya fallecidos con actuaciones durante el período 1925-presente, según este sondeo, ocupando los tres primeros lugares: 1. Álvaro López Toro (1926-1972); 2. Esteban Jaramillo (1874-1947), y 3. Carlos Lleras Restrepo (1908-1990). Este ordenamiento corresponde al ranking jerárquico (cuyos votos se ponderaron según el orden de preferencia reportado). Nótese que dicho ordenamiento sólo se vería ligeramente alterado en terceras y cuartas posiciones si suponemos voto no preferente.

Sesgos de elegidos y votantes

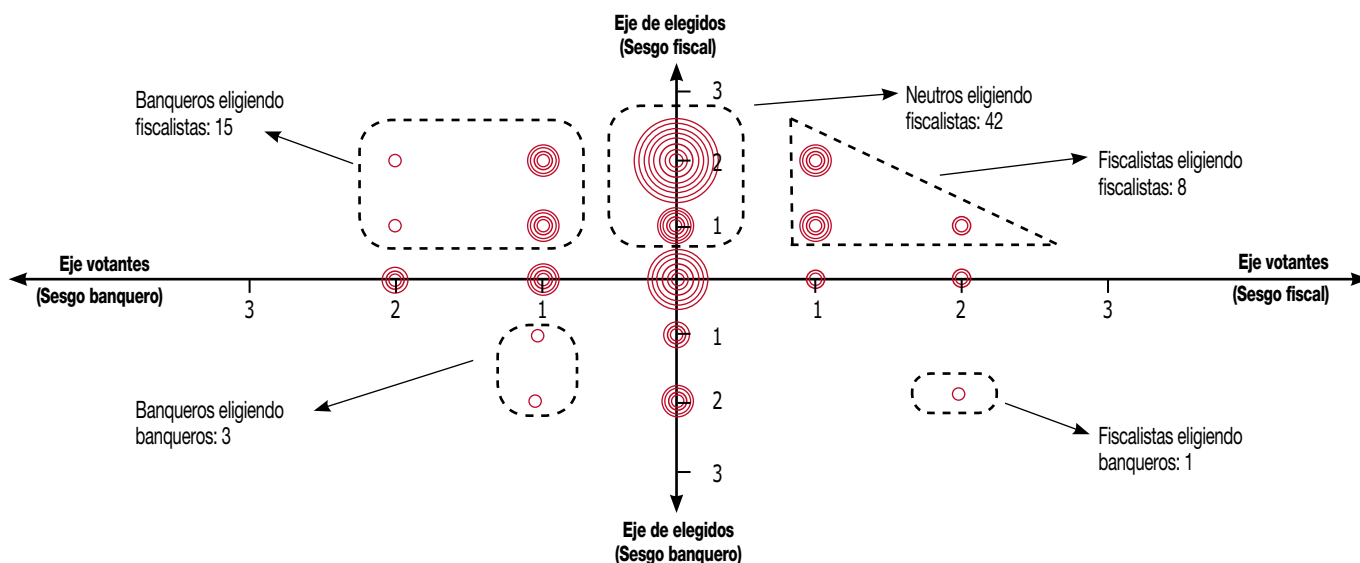
Desde el punto de vista de los elegidos, exploramos dos tipos de posibles sesgos a favor de: 1. Aquellos fallecidos hace mucho tiempo, teniendo supuestamente el “factor histórico a su favor” (el cual denominaremos “añejamiento”), y 2. Aquellos fallecidos tempranamente (sesgo de “muerte prematura”), donde existe evidencia de un factor de “héroe” en aquellos gobernantes, por ejemplo, que fueron asesinados sin conocerles sus posibles malas ejecutorias (J. E. Gaitán y L. C. Galán en Colombia; o JFK y M. L. King en Estados Unidos). De hecho, puede afirmarse que no ha habido mejor gobernante que aquel que nunca llegó al poder. Desde

el punto de vista de los votantes, puede existir un sesgo a favor de quienes se identifican con su especialidad. En particular, un economista fiscalista podría tener un sesgo de voto a favor de aquellos que estudiaron y/o impulsaron este tipo de políticas; o es posible encontrar banqueros centrales vivos eligiendo a banqueros centrales fallecidos.

El cuadro 1 indica que no existe un “sesgo de añejamiento”, en parte porque se trata de un área social relativamente nueva (con tan sólo unos 60 años de economía como profesión); por ejemplo, las fechas de fallecimiento de los tres mejores economistas son diversas (1972, 1947 y 1990). En cambio, parece existir algo de sesgo por “muerte prematura” (2 de 5 y 3 de los 10 primeros seleccionados fallecieron a los 37-46 años frente a la media de 65 años, algo más de una desviación estándar).

El gráfico 1 presenta el resumen de nuestro análisis de posible sesgo de los votantes identificándose con el interés de los elegidos. Allí clasificamos el posible sesgo de los votantes y elegidos en su especialización como fiscalistas vs. banqueros centrales (una simple preferencia de orientación en sus carreras profesionales). Alguien con una clara inclinación hacia temas fiscales lo registramos con sesgo 3 fiscal; o los inclinados hacia temas de banca central se registran con sesgo 3 banquero; aquellos sin preferencia manifiesta

Gráfico 1. ¿Banqueros eligiendo fiscalistas? ó ¿Fiscalistas eligiendo banqueros?
(Resultados de 39 encuestados)



Fuente: elaboración Anif.

aparecen como neutros (obviamente esta clasificación es subjetiva y se basa simplemente en nuestra percepción de votantes/elegidos). Aunque cerca de un 50% de los escogidos se destacó por ejecutorias fiscales, ello no parecía provenir de votantes-fiscalistas, y sólo un 10% de los escogidos tenía un claro sello de banquero

central, sin una correspondencia clara con votantes-banqueros. Dicho de otra manera, los votantes no parecen estar ejerciendo sesgos a favor de su rama de desempeño. Muchos banqueros eligieron a fiscalistas, mientras muchos fiscalistas eligieron indistintamente fiscalistas, banqueros o neutros. AINIF

Biografías breves de los tres mejores economistas (ya fallecidos)

Álvaro López Toro

Nació en la ciudad de Medellín; estudió ingeniería en la Escuela de Minas de la Universidad Nacional de la ciudad de Medellín, especializándose después en estadística en la Universidad de París. Se destacó a nivel mundial por sus investigaciones sobre demografía y migración, desde la Universidad de Princeton. A mediados de los años sesenta regresó a Colombia, donde se desempeñó como miembro de la Junta Monetaria e investigador del Centro de Estudios de Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes. Al momento de su prematuro fallecimiento (a los 46 años) se desempeñaba como asesor económico del Banco de la República.



1926-1972

Esteban Jaramillo

Nació en la ciudad de Abejorral (Antioquia) y se graduó como abogado y politólogo de la Universidad de Antioquia y después como economista de La Sorbona, París. Se especializó en derecho civil y en temas de hacienda pública. Inició su vida laboral como juez, después fue secretario del Gobierno de Antioquia, embajador en Francia, senador y representante a la Cámara. A nivel del Ejecutivo, fue Tesorero de la Nación, ministro de Guerra, de Agricultura y Comercio, de Obras Públicas, de Industria y en tres oportunidades ministro de Hacienda. Fue asesor de la Misión Kemmerer en los años veinte, ayudó a la creación del Banco de la República, enfrentó la Gran Depresión de 1929, creó la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario. Como diplomático, fue delegado ante las Naciones Unidas y la OEA.



1874-1947

Carlos Lleras Restrepo

Nació en la ciudad de Bogotá y se desempeñó como abogado-economista, escritor y político liberal. Estudió derecho en la Universidad Nacional y fue presidente del Congreso Nacional de Estudiantes, diputado a la Asamblea de Cundinamarca, secretario de Gobierno de Bogotá y Cundinamarca y presidente de la Cámara de Representantes, Contralor General de la República, ministro de Hacienda en dos ocasiones. Además, fue profesor, director del periódico El Tiempo, presidente del Partido Liberal, senador y como diplomático representó al país en múltiples juntas, incluyendo la Conferencia Internacional de Bretton Woods. Fundó la Sociedad Económica Amigos del País. Presidente de la República (1966-1970).



1908-1990

Tendencias fiscales y reformas estructurales: Colombia 2011-2020

Sergio Clavijo y Nelson Vera *

ASTRID & GASTÓN
consultas privadas

Durante el último año, la Administración Santos se concentró en impulsar una ambiciosa agenda relacionada con temas fiscales estructurales. Allí sobresalieron las reformas constitucionales al sistema de regalías y la inclusión del “criterio” de sostenibilidad fiscal, así como la Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011). Las implicaciones de dichas reformas, en realidad, no pueden ser correctamente dimensionadas sin entender primero las fuerzas estructurales fiscales que determinarán la trayectoria de gastos e ingresos durante 2011-2014.

En este artículo analizaremos los resultados de una serie de simulaciones fiscales (2011-2020) que buscan ayudar a establecer el “grado de ajuste fiscal” que requiere Colombia, antes de poder entrar a aplicar la Regla Fiscal (programada para 2014-2015). Coloquialmente hablando, este ejercicio de tendencias estructurales de ingreso y gasto público en Colombia equivale a “revisar” (bien) el estado de los calcetines, antes de intentar vestir el “smoking” con el cual ya se está celebrando el triple otorgamiento del grado de inversión al país. El detalle y

soporte empírico de estas simulaciones proviene de Clavijo *et al.* 2011.

Escenario base

Bajo este escenario, suponemos que la economía colombiana continúa creciendo a su promedio histórico real del 4% anual; la inflación se mantiene en su rango-meta de largo plazo del 2%-4% anual; el precio del petróleo promedia US\$100/barril; la producción de petróleo-gas (equivalente) continuaría ascendiendo hasta llegar a su pico de 1.7 millones bpd hacia el año 2020. Los ingresos tributarios del Gobierno Central (GC) crecerían en función del crecimiento del PIB-real, pero su elasticidad histórica se deterioraría en ausencia de una reforma tributaria estructural. Los ingresos de capital del GC dependen de: i) los precios y volúmenes de petróleo; y ii) el grado de enajenación de las acciones de Ecopetrol, ISA, e Isagén. En el caso de Ecopetrol, hemos supuesto que el sector privado llega a poseer el 15% (el 5% adicional se haría en 2011-2014). El Sistema General de Participaciones territoriales (SGP) crecería a ritmos

del 3% real por año, siguiendo el Acto Legislativo 04 de 2007. Los gastos pensionales se mantendrían en niveles del 4% del PIB, suponiendo que se contiene el grave problema de “reversión” hacia el Régimen de Prima Media (RPM). El gasto público en salud se incrementaría en un 0.5% del PIB por cuenta de la universalización-homologación, según Ley 1438 de 2011 y el PND 2011-2014.

Los pagos de intereses de la deuda pública se mantienen estables en un 3% del PIB, consistentes con una política monetaria estable e inflación bajo control. Por último, este escenario base supone que el asedio de la guerrilla, el paramilitarismo y la delincuencia continúan generando gasto militar por el 3% del PIB.

* Director e investigador de Anif, respectivamente. E-mail: nvera@anif.com.co

Este escrito se basa en la investigación “Estructura fiscal de Colombia y ajustes requeridos”, financiada por Fedesarrollo con ocasión del Premio Germán Botero de los Ríos (julio de 2011).

Escenario optimista

Bajo este escenario, el PIB-real lograría crecer a tasas del 5% anual durante 2013-2020, impulsado básicamente por un buen manejo del auge minero-energético. El precio del petróleo promediaría US\$110/barril y la producción llegaría a los 2 millones de bpd al final de esta década. En este escenario suponemos que la mejor gestión tributaria lograría evitar caídas en las elasticidades del recaudo. Además, los ingresos de capital se elevarían como resultado de los mejores precios y volúmenes del sector minero-energético.

Los aspectos optimistas por el lado del gasto vendrían por: i) adopción de una reforma paramétrica pensional, conteniendo el gasto del RPM ligeramente por debajo del 4% del PIB por año; ii) una ligera reducción en el gasto militar, gracias a ganancias en los frentes sociales por aceleración del PIB y menor desempleo; y iii) menores pagos de intereses por efecto combinado de menor *spread* y menor *stock* de deuda, cayendo a niveles del 23% del PIB para el GC.

Escenario pesimista

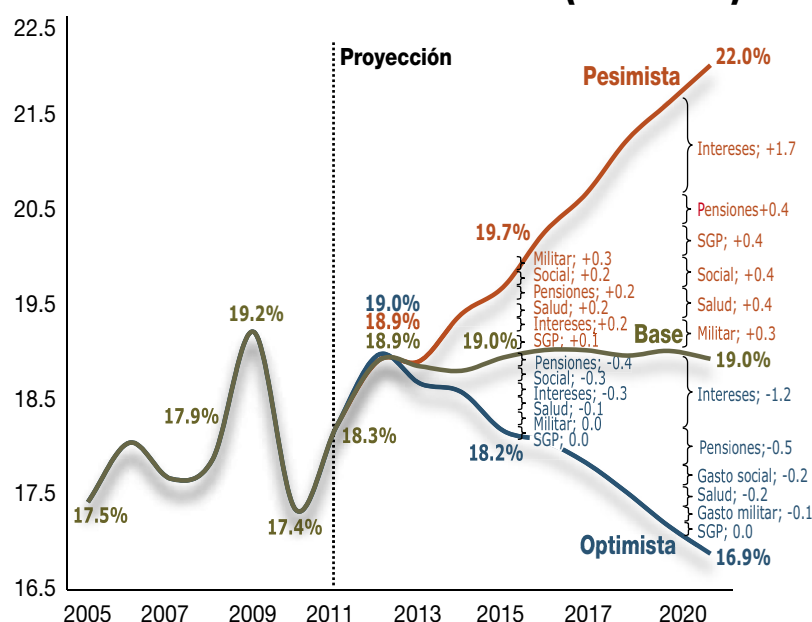
En este caso la economía sólo lograría crecer a ritmos del 2.5% real (en

promedio) durante 2013-2020. Adicionalmente, el auge petrolero sería de menor envergadura, alcanzando sólo los 1.5 millones de bdp y un precio promedio de sólo US\$90/barril.

En ausencia de una reforma tributaria estructural y de una pobre gestión administrativa, la elasticidad del recaudo caería a 0.8 en renta y a 1 en IVA. Los recursos de capital también serían menores por efecto precio-volumen. El deterioro del gasto vendría principalmente por el lado de la seguridad social. Específicamente, el gasto pensional llegaría al 5% del PIB, al no contenerse la “reversión” al RPM y por la extensión de los regímenes especiales. En salud veríamos un recargo adicional sobre el régimen subsidiado, por deterioro en informalidad laboral y los efectos perversos de la homologación del POS. Así, el llamado “gasto social” llegaría a cerca del 8% del PIB; el gasto militar ascendería al 3.2% del PIB; los pagos de intereses se elevarían al 5% del PIB y la relación deuda/PIB del GC habría pasado del 38.5% al 60.9% del PIB.

Coloquialmente hablando, este ejercicio equivale a “revisar” (bien) el estado de los calcetines, antes de intentar vestir el “smoking” con el cual ya se está celebrando el triple otorgamiento del grado de inversión al país.

Gráfico 1. Gastos totales del GC (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

Resultados

Ingresos del Gobierno Central (GC).

En el escenario base, los ingresos totales del GC se elevarían desde el 13.7% observado en 2010 hasta un 15.4% del PIB en 2015. Este resultado se explica por el efecto de retroalimentación entre un aceptable crecimiento económico (4% promedio anual), el taponamiento de exenciones tributarias (Ley 1430 de 2010) y un buen desempeño de los ingresos de capital, provenientes principalmente de Ecopetrol. Para el año 2020, dichos ingresos alcanzarían el 15.7% del PIB. Bajo el escenario optimista, dichos ingresos totales se elevarían al 15.9% del PIB en 2015 (+0.5% del PIB frente al base), por efecto combinado de crecimiento-gestión-elasticidades. Para el año 2020, dichos ingresos llegarían al 17.1% del PIB, una mejora del 1.4%

del PIB, gracias también a los efectos precio-volumen de energéticos.

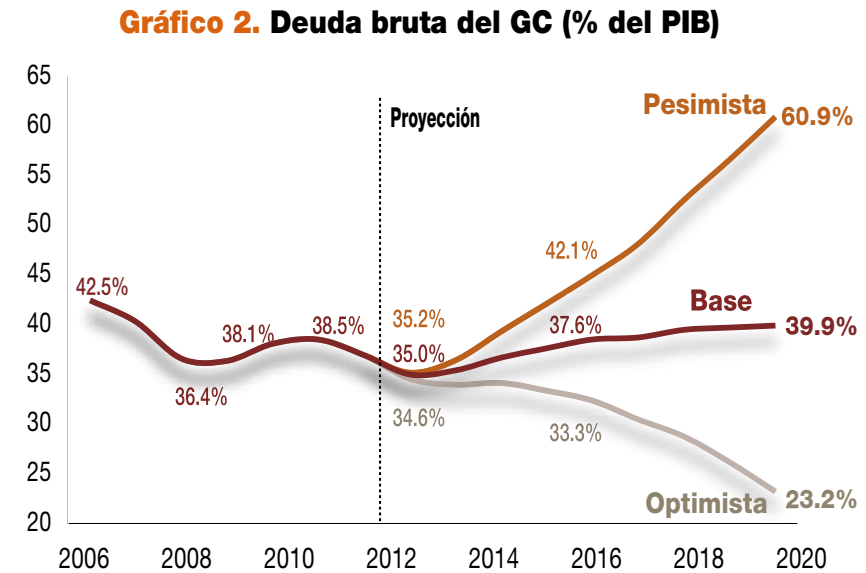
Gastos del GC según escenarios.

En el escenario base, los gastos totales se elevarían desde el 17.4% del PIB al cierre de 2010 hasta llegar al 19% en 2015, estabilizándose allí al haber absorbido las presiones de la seguridad social. En el escenario optimista habría un incremento inicial de los gastos hacia el 18.2% del PIB en 2015, pero luego se registraría una reducción importante del 1.3% del PIB para cerrar en el 16.9% del PIB en 2020. Éste sería el efecto de la reforma pensional y de ganancias en formalidad laboral. En cambio, bajo el escenario pesimista el total del gasto llegaría al 19.7% del PIB en 2015 y después al 22% del PIB en 2020, ver gráfico 1.

Nótese que los gastos de funcionamiento, en el escenario base, se elevarían del 12.7% del PIB en 2010 al 13.5% en 2012, pero después caerían al 12.6% en 2020. En el escenario optimista estos gastos disminuirían aún más hasta un 12.5% del PIB en 2015 y un 12% en 2020. En cambio, en el pesimista ascenderían al 13.4% del PIB en 2015 y al 13.9% en 2020. Los gastos de inversión, en el escenario base, pasarían del 1.9% del PIB en 2010 al 3% del PIB en 2015, aprovechando la disponibilidad de nuevos recursos para infraestructura; después se estabilizarían cerca del 3.1% del PIB. En los otros dos escenarios la dinámica sería similar durante 2011-2015, pero habría un +0.2% del PIB en el escenario pesimista (ante la falta de capital privado) y un -0.2% del PIB en el optimista (por disponibilidad privada).

Trayectorias del déficit y de la deuda pública.

La senda de ingresos-gastos, en el escenario base, muestra un descenso del déficit del GC al pasar del -3.8%



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

del PIB en 2010 al -3.5% en 2015. Sin embargo, lo sorprendente es que, aun en ese momento, Colombia todavía no estaría lista para adoptar la Regla Fiscal, pues ella exige un déficit estructural no superior al 2.3% del PIB (1.7% del PIB de déficit efectivo) en 2014. Dicho de otra manera, el país debe realizar ajustes de un 1.5%-2% del PIB durante el período 2011-2014 para alistarse hacia la implementación de dicha Regla Fiscal. Pero aun a la altura de 2020, Colombia podría no estar lista para aplicar dicha Regla Fiscal, bajo este escenario base, pues el balance del GC se mantendría entre el -3% y el -3.5% del PIB. Jugar entonces al “piloto automático” (en una economía sin reformas estructurales) nos dejaría sin la posibilidad de “vestirnos el smoking” de la Regla Fiscal, pues los calcetines, en realidad, lucen perforados.

Incluso bajo el escenario optimista, el déficit del GC no lograría ubicarse por debajo del 1.7% del PIB requerido para iniciar la aplicación de la Regla Fiscal en el año 2014. Sólo a la altura del año 2018 se tendría esa condición, con un déficit menor al 0.9% del PIB y

un ligero superávit primario del 0.2% del PIB en 2020.

En términos de la posición del primario, se observa que ésta fue del -1.1% del PIB al cierre de 2010. En el escenario base, dicho déficit primario continuaría durante toda la década. En efecto, se llegaría a un déficit primario del -0.6% del PIB en 2015, alcanzándose un equilibrio sólo hasta 2020. Así, la deuda (en cabeza del GC) se elevaría del actual nivel del 38.5% hasta casi el 40% del PIB hacia 2020, ver gráfico 2.

En cambio, bajo el escenario optimista, se lograrían superávits primarios a partir de 2015, llegando al 0.4% del PIB en ese año y cerrando la década con un superávit primario del 2.2% del PIB. Sólo bajo este escenario optimista, Colombia cumpliría el cometido de las “calificadoras” de riesgo de reducir la deuda del GC por debajo del 30% del PIB, llegando incluso al 23% del PIB en 2020. En cambio, en el escenario pesimista dicha deuda se elevaría hacia el 61% del PIB por cuenta de mantener déficits primarios del -1.5% del PIB en 2015 y del -2.5% del PIB aun en 2020.

Cuadro 1. Probabilidades de ocurrencia de las reformas estructurales (%)

	Escenarios	Ref. Tributaria	Ref. Pensional	Ref. Laboral
Escenario base	50	30	20	10
Escenario pesimista	25	90	50	30
Escenario optimista	25	0	10	0
Total	100	37.5	25	12.5

Fuente: cálculos Anif.

Bajo ningún escenario Colombia estaría en condiciones de entrar a aplicar la recientemente sancionada Regla Fiscal.

Probabilidades de ocurrencia y reforma

¿Cuáles son las probabilidades implícitas de estos escenarios base, optimista y pesimista? ¿Cuáles son las probabilidades de llegar a adelantar reformas estructurales en los frentes tributarios, pensionales y laborales a la luz de los anteriores escenarios?

Nosotros consideramos que el escenario base tendría una probabilidad de ocurrencia del 50% (ver cuadro 1). Congruente con ello, creemos que, bajo este escenario base, las probabilidades de adoptar reformas estructurales son relativamente bajas, pues el GC habrá sido contagiado por la “complacencia fiscal internacional”, al igual que ya ha ocurrido con las calificadoras de riesgo (ver Anif 2011a). Como vimos, el déficit del GC fluctuaría entre un 3%-3.5% del PIB y su *stock* de deuda “tan sólo” se elevaría hacia el 40%, luego el Ejecutivo y el Congreso continuarán preguntándose: ¿cuál es la urgencia de las reformas estructurales?

Al escenario optimista le hemos asignado una probabilidad del 25%.

Bajo este escenario obviamente la percepción de urgencia sobre reformas estructurales será aún menor, ya que Colombia contaría con superávits primarios a partir de 2015 y el *stock* de deuda del GC caería hacia el 20%. Al escenario pesimista le hemos asignado la probabilidad remanente del 25%. Sin embargo, bajo este escenario habría relativa urgencia de adelantar dichas reformas estructurales, particularmente la tributaria (a la cual le daríamos entonces una probabilidad de ocurrencia del 90%). Inclusive por el lado pensional, los pagos anuales del 5% del PIB y su VPN elevándose al 140% del PIB llevarían la probabilidad de una reforma paramétrica al 50% de ocurrencia.

Si sumamos los escenarios base y optimista, tenemos un 75% de probabilidad de que Colombia logre evitar un marcado deterioro de sus cuentas fiscales durante 2011-2020. Ello implica, por el otro lado, que las probabilidades de que se adelanten verdaderas reformas estructurales en Colombia sean relativamente bajas: la reforma tributaria tendría una probabilidad de sólo un 38%; la pensional

una del 25%; y la laboral una del 13% (ver cuadro 1).

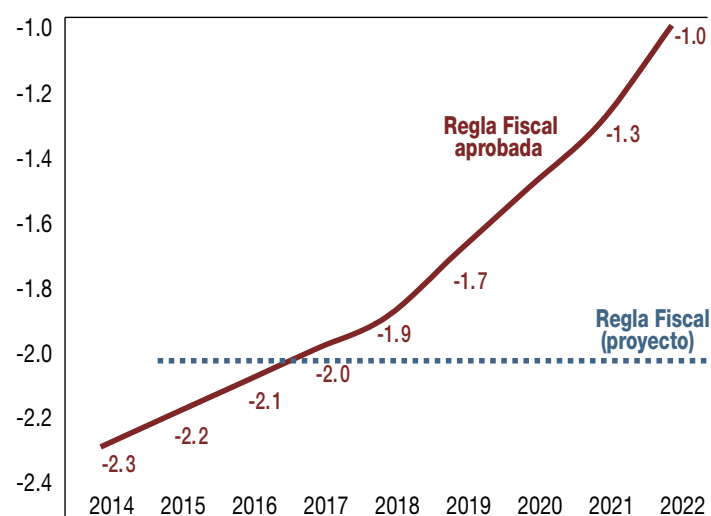
Sin embargo, como mencionamos, bajo ningún escenario Colombia estaría en condiciones de entrar a aplicar la recientemente sancionada Regla Fiscal. Ello hace que las probabilidades de reforma aumenten, pues en un escenario de inacción las finanzas públicas no se encausarían “automáticamente” a lo requerido por la mencionada regla. A continuación presentamos un análisis de la Regla Fiscal y el ajuste necesario para su aplicación.

Regla fiscal y ajuste tributario requerido

Tras 10 meses de discusiones en el Congreso de la República, se aprobó y quedó sancionada la Regla Fiscal bajo la Ley 1473 de 2011. Ésta es una buena noticia para propósitos de sentar bases institucionales que eventualmente ayuden a consolidar la “sostenibilidad fiscal” de Colombia. Sin embargo, ella no es una condición suficiente para dicho propósito. Cabe recordar aquí que la actual crisis fiscal-europea no pudo ser contenida ni siquiera bajo la existencia del Acuerdo de Maastricht (1992-2007). Esa era una regla fiscal que supuestamente resguardaba contra déficits fiscales superiores al 3% del PIB o niveles de deuda superiores al 60% del PIB, pero en ausencia de “voluntad política”, no hay regla que valga (ver Anif 2011b). Como veremos, la aplicación de dicha Regla tiene como condición *sine qua non* que el déficit fiscal se encuentre en una posición de “estado estacionario.” Esto implica que dicha Regla debe operar como “el piloto automático” que modula y compensa los cambios que provengan de la “brecha del Producto” (PIB-real observado vs. potencial) y de la “brecha exportadora” (teniendo en cuenta el auge minero-energético).

En los primeros debates, dicha regla entraba a operar en el año 2015, esta-

Gráfico 3. Déficits estructurales requeridos por la Regla Fiscal: Ley 1473 vs. versión preliminar (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y MHCP.

bleciendo metas de déficit estructural en cabeza del Gobierno Central (GC) no superiores al 2% del PIB. Sin embargo, bajo la Ley 1473 de 2011 se aprobó que ella entre a operar en 2014 (anticipándola un año), pero dándose un mayor espacio fiscal al inicio, a cambio de apretar más fuerte a los gobiernos que lleguen posteriormente. En efecto, al inicio el déficit estructural podrá partir del 2.3% del PIB vs. el 2% antes previsto, pero ahora su objetivo final (en 2022) se aprieta a no superar el 1% del PIB frente al 2% anterior (ver gráfico 3).

Hemos venido explicando cómo la senda fiscal actual no luce encauzada a conseguir una posible aplicación de dicha Regla Fiscal a partir de 2014, pues para entonces el déficit del GC bordearía el 3.4% del PIB (y no el 1.7% requerido). Esto implica que, antes de vestir el smoking, el gobierno deberá revisar sus maltrechos calcetines y realizar ajustes estructurales para cerrar dicha brecha. Dadas las presiones de gasto al alza (especialmente de seguridad social), dicho ajuste deberá venir por la vía de mayor recaudo tributario,

en montos que hemos estimado en el rango 1.4%-1.8% del PIB (ver Anif 2011c).

Detalles de la Regla aprobada

La Regla aprobada se focaliza en la posición estructural del GC, donde los ingresos corrientes se ajustan por el ciclo económico y aquellos provenientes del sector petrolero. Los gastos estructurales se particionan entre gasto básico y “nuevo”. En consecuencia, el déficit estructural corresponderá a la diferencia entre dichos ingresos y gastos, así definidos.

Esa posición fiscal estructural se afectará por su componente contracíclico a través de dos vías: 1) diferencias positivas superiores al 2% en el componente de la “brecha del Producto”; y 2) cuando quiera que dicha brecha resultara negativa. La idea es que el componente de gasto contracíclico no supere el 20% de la brecha del Producto. Además, el ahorro así generado podrá reversarse en horizontes de 2 años, una vez se

regrese a los umbrales de largo plazo. Sin embargo, los ahorros de carácter estructural se llevarán a un Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica, cuyos recursos se usarían para prepagar deuda y/o financiar el gasto contracíclico.

Simulaciones y ajuste requerido

Como ya lo explicamos, poder aplicar la Regla requiere tener una posición fiscal con déficit estructural del GC no superior al -2.3% del PIB en 2014, al -1.9% del PIB en 2018 y al -1% del PIB en 2022. La idea es poder llegar a conocer el déficit efectivo requerido, descontando los efectos del ciclo económico y del auge minero energético, pero esto sólo será posible una vez se reglamente dicha ley. Por el momento, para poder simular los efectos de dicha regla, usaremos los parámetros sugeridos por el Comité Técnico Interinstitucional para la Regla Fiscal (según su reporte de julio de 2010). Bajo estos supuestos, la regla fiscal luciría así:

$$d = d^e + \alpha[(y - y^*)/y] + IP$$

Dónde:

d = déficit observado.

d^e = déficit estructural.

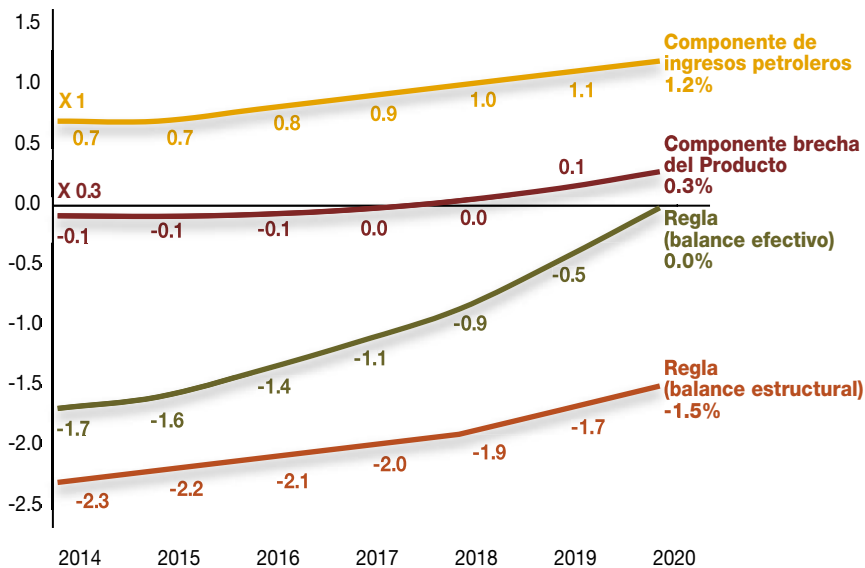
y = PIB real; **y*** = PIB real potencial.

IP = ingresos petroleros.

De allí se desprende que la sensibilidad del déficit a la brecha del producto sería $\alpha = 0.3$. Los ingresos petroleros (IP) parten de un valor base referido a una producción de hidrocarburos de un millón de barriles por día (bpd). Así, los ingresos superiores a dicho valor base deberán ahorrarse a nivel macro, lo cual implica que el GC deberá restringir su gasto en esa misma magnitud.

Al aplicar el efecto del ciclo y del auge petrolero al balance estructural, se obtiene el déficit fiscal efectivo del GNC. Nuestras proyecciones indican que la “brecha del Producto” ejercerá,

Gráfico 4. Descomposición del déficit requerido por la Regla Fiscal (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y MHCP.

en promedio, un efecto neutro sobre la Regla Fiscal durante el período 2014-2020 (es ligeramente negativa durante 2014-2018 y después ligeramente positiva). El componente “minero-energético” arrojaría una “brecha positiva,” indicando que la Regla “aprieta” la posición fiscal del GC en cerca del 1% del PIB (en promedio), ver gráfico 4. Así, para 2014 el déficit estructural del -2.3% del PIB se debe reducir al -1.7% del PIB, mientras que, para 2018,

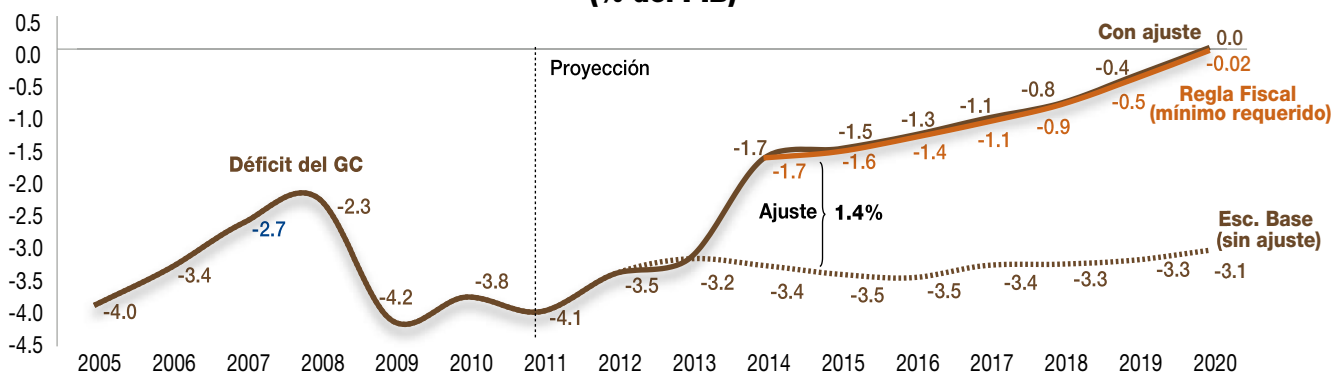
el balance estructural del -1.9% del PIB debe llevarse a una posición efectiva del -0.9% del PIB.

Cabe resaltar que, aun con las optimistas cifras del Marco Fiscal de Mediano Plazo (divulgadas en junio de 2011), Colombia no estaría dando cumplimiento a la Regla Fiscal, pues allí figura un déficit del GC del 2% del PIB, cuando la Regla Fiscal exigiría (según nuestras simulaciones) uno inferior al 1.7% del PIB.

Nuestras simulaciones bajo el escenario base indican que (sin reformas estructurales), el gobierno no estaría en condiciones de aplicar dicha Regla Fiscal en 2014, pues el déficit sería del -3.4% del PIB frente al -1.7% requerido por la aplicación de dicha Regla. Así, se requeriría hacer un ajuste inicial del 1.4% del PIB en 2014 (algo menor al 2.2%, bajo la versión anterior, para 2015). Suponemos que dicho ajuste tendrá que hacerse generando más ingresos tributarios, dadas las conocidas inflexibilidades del gasto a la baja. Sólo así nos encausaríamos hacia la senda de “estado estacionario” que permitiría aplicar la Regla Fiscal durante 2014-2018 (ver gráfico 5).

El ajuste estructural de 2013-2014, requerido para entrar a aplicar la Regla Fiscal, implicaría poder generar superávits primarios en cabeza del GNC, a partir de allí. Así, la relación deuda pública/PIB pasaría de niveles del 38.5% del PIB al 35.4% durante 2010-2014 y descendería al 23% del PIB hacia 2020. A nivel del sector consolidado, dicha deuda/PIB descendería del 45.9% del PIB al 30.2% durante 2010-2020, lo cual aseguraría un patrón consistente con poder mantener el grado de inversión, restituido a Colombia en 2011, tras una década de haberlo perdido.

Gráfico 5. Ajuste requerido por la Regla Fiscal: déficit del GC (% del PIB)




Fuente: cálculos Anif con base en Dane y MHCP.

Conclusiones

Hemos analizado el futuro fiscal del país a la luz de tres posibles escenarios. Bajo un escenario optimista (25% de probabilidad de ocurrencia), el gobierno vería sus ingresos aumentar vía mejores elasticidades tributarias y crecimiento. Así mismo, las mejoras en formalidad y reformas en materia de pensiones acotarían los gastos con-

Vemos entonces como, ni siquiera bajo el escenario optimista se lograría cumplir con el déficit efectivo requerido por la Regla Fiscal a 2014 (-1.7% del PIB). Así, previo a la implementación de la Regla, el gobierno debe hacer un ajuste estructural a manera de encausar las finanzas públicas a una senda de “estado estacionario” compatible con la aplicación de dicha Regla.

Partiendo de nuestro escenario base,

nente “minero-energético” arrojaría una “brecha positiva,” indicando que la Regla “aprieta” la posición fiscal del GC en cerca del 1% del PIB (en promedio). Dicho de otra manera, para el 2014, el déficit estructural de -2.3% del PIB se debe reducir al -1.7% del PIB, mientras que, para 2018, el balance estructural del -1.9% del PIB debe llevarse a una posición efectiva del -0.9% del PIB. Esto implica que, aun con las optimistas cifras del Marco Fiscal de Mediano Plazo, Colombia no estaría dando cumplimiento a la Regla Fiscal, pues allí figura un déficit del GC de 2% del PIB, cuando la Regla Fiscal exigiría uno inferior al 1.7% del PIB. La Regla Fiscal fortalece la institucionalidad fiscal en Colombia. Sin embargo, bien sabemos que ella no garantiza el objetivo de sostenibilidad fiscal, pues ello descansa es sobre la voluntad política, ya que el incumplimiento de dicha Regla Fiscal tan sólo conlleva sanciones de tipo moral. Además, siempre existirá el riesgo de recurrir a la “contabilidad creativa” para eludir su llamado al ahorro en épocas de auge, como la que seguramente experimentará Colombia durante 2012-2018. 

La Regla Fiscal fortalece la institucionalidad fiscal en Colombia. Sin embargo, bien sabemos que ella no garantiza el objetivo de sostenibilidad fiscal, pues ello descansa es sobre la voluntad política.

tingentes. Este ciclo virtuoso tendría como resultado superávits primarios a partir de 2015, llegando al 0.4% del PIB en ese año y cerrando la década con un superávit primario del 2.2% del PIB. Sin embargo, ni siquiera en este caso el gobierno cumpliría el déficit efectivo requerido por la Regla Fiscal a 2014 (1.7% del PIB), sólo lográndolo para 2018 (0.9% del PIB).

En un escenario desfavorable (25% de probabilidad) caracterizado por bajo crecimiento, gastos contingentes sobre todo en materia de seguridad social, y un mediocre boom energético; el país vería sus finanzas deteriorarse marcadamente. La deuda se elevaría a más del 60% en cabeza del GC, producto de mantener déficits primarios sostenidos, cerrando la década en un -2.5% del PIB. Sobra decir que el pesimista no es un escenario compatible con la aplicación de la Regla.

Bajo el escenario más probable (50% de probabilidad), nuestro escenario base, el déficit del GC mejoraría en los próximos años, pero se estancaría en niveles del -3%-3.5% del PIB. Se seguirían observando déficits primarios a lo largo de la década, llevando el *stock* de deuda alrededor del 40% del PIB.

el ajuste inicial sería del 1.4% del PIB en 2014 (algo menor al 2.2%, bajo la versión anterior, para 2015). Muy seguramente dicho ajuste tendrá que hacerse generando más ingresos tributarios (tema que ahora estudia el Gobierno Central), dadas las inflexibilidades del gasto a la baja.

Dicho de manera coloquial, debemos asegurar primero los “paños menores” antes de pensar en vestirse de smoking. Al gobierno poco le gustó que el FMI (2011), en su reciente visita, reportara que las cosas en el corto plazo lucen bien, pero que es indispensable asegurar una trayectoria fiscal más sólida a través de pensar en: 1) incrementar los recaudos, hoy a niveles de sólo el 13% frente al 16% observado en la región; 2) reformar la anacrónica y anti-técnica estructura tributaria del país; y 3) sustituir los pagos parafiscales en buena parte culpables de la informalidad y el elevado desempleo (ver FMI 2011) por recursos presupuestales.

En lo que respecta a la implementación de la Regla Fiscal, nuestros cálculos indican que la “brecha de Producto” ejercerá, en promedio, un efecto neutro sobre la Regla Fiscal durante el período 2014-2020, mientras que el compo-

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2011a), Grado de Inversión a Colombia: entre la complacencia fiscal internacional y el beneficio de la duda, *Informe Semanal* No. 1078, junio de 2011.
- Anif (2011b), Reestructuración de la deuda griega: un Plan Brady 20 años-añejo, *Comentario Económico* del Día 4 de agosto de 2011.
- Anif (2011c), “Tendencias fiscales y probabilidades de reformas estructurales: Colombia 2011-2020”, *Informe Semanal* No. 1083, julio de 2011.
- FMI (2011), “IMF Country Report No. 11/224”, julio de 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11224.pdf>.
- Clavijo *et. al* (2011), “Estructura fiscal de Colombia y ajustes requeridos (2011-2020)”, Premio Germán Botero de los Ríos-Fedesarrollo, Julio de 2011.

Debate sobre el territorio a través del tiempo

Jaime Arias Ramírez*

Este escrito se propone ilustrar lo que ha sido el debate sobre territorio y la descentralización a lo largo de dos siglos, partiendo de la guerra civil de 1813 adelantada por varias provincias de la Nueva Granada y Cundinamarca, en el período denominado “la Patria Boba”, en el que el precursor Nariño jugó un papel protagónico. Veremos en los siguientes apartes, cómo el clímax de la tensión regional tuvo lugar entre 1850 y 1886, cuando se pasó de los “Estados Soberanos” a la “República Unitaria”, capítulo que se cierra con la pérdida de Panamá, en 1903. El siglo XX significó la división progresiva de los antiguos departamentos hasta llegar a la cifra de 32, y al tiempo la integración territorial del país con ferrocarriles, vías de comunicación, radio, televisión y otras, y la configuración definitiva de la nacionalidad, es decir la consolidación del modelo unitario iniciado un siglo atrás, mientras se fueron fortaleciendo las élites regionales con representación legítima ante el centro.

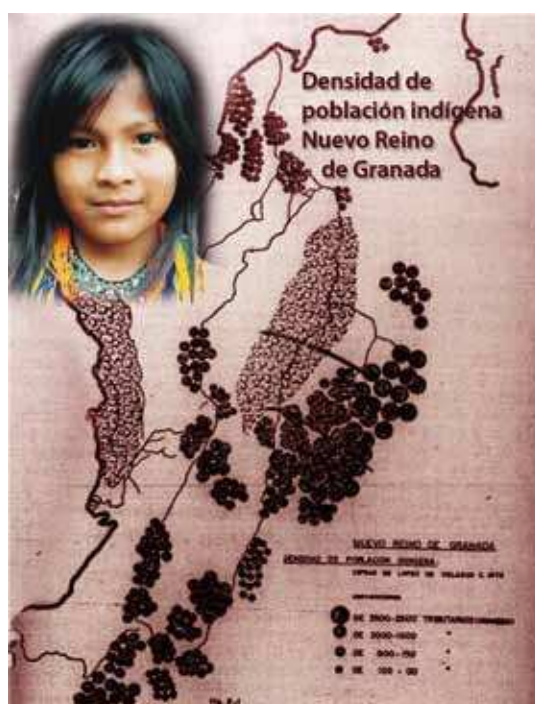
Al finalizar la centuria anterior, el péndulo de la discusión

regresó al punto de partida, lo municipal y las ciudades cobraron nuevo protagonismo como ejes de desarrollo social, cultural, ambiental y económico, relegando el campo rural a un lugar secundario. Así, el debate viene cambiando de lo político y representa-

cional al ámbito económico (recursos fiscales y competencias) y del espacio departamental a un repertorio amplio de alternativas que van desde la geopolítica internacional hasta la solución de problemas de tenencia de la tierra en una dimensión micro, pasando por las regiones, las provincias, las áreas metropolitanas y otras. La consulta sobre la región Caribe, el proyecto de ajustes en el sistema de regalías, la reciente Ley de Ordenamiento Territorial, la expansión de la minería y la exploración de hidrocarburos y las posibilidades de ampliar la frontera agrícola en cerca de 5 millones de hectáreas en la Orinoquia hacen pensar que podría comenzar una nueva etapa del ya largo debate territorial.

Como se ve en el mapa 1, nuestros padres fundadores se encontraron con un territorio muy amplio que correspondía más o menos al virreinato de la Nueva Granada tal como

Mapa 1. Ubicación de principales familias indígenas y base de la primera colonización



* Presidente Corporación Pensamiento Siglo XXI.
E-mail: jaimeariasramirez@hotmail.com

Mapa 2. Comparación de territorios entre el siglo XVII y el actual



Tomado de *La Gran Enciclopedia de Colombia*. El Tiempo, Círculo de Lectores.

había sido delimitado por España, para efectos administrativos. En ese territorio había unas regiones geográficas pobladas originalmente por nuestros aborígenes y luego lentamente por conquistadores y colonos, que fueron mezclándose hasta alcanzar un mestizaje avanzado hacia 1780, año del primer censo poblacional.

El territorio en sus partes más hospitalarias se fue ampliando a lo largo de 300 años. Primero la región costera del Caribe como punto de llegada de los conquistadores; luego la región central andina en las sabanas de Bogotá y Tunja, sede de la cultura muisca; más tarde las áreas aledañas al río Magdalena, la región caucana, lo que hoy es Santander, Antioquia minera y la provincia de Neiva, hoy departamentos de Tolima, Huila y Caquetá.

El mapa 2 muestra cómo los linderos del virreinato nunca fueron precisos y dependían de necesidades administrativas de la Corona. Al establecerse el virreinato primero en 1717 y restablecerse en 1739, se fue-

ron agregando otros territorios como Castilla de Oro (Panamá) y el extenso Cauca y se asignaron como semidependientes la Capitanía General de Venezuela y la Presidencia de Quito, antes perteneciente a Perú. Durante la Colonia no hubo mayor conciencia sobre las regiones, excepto tal vez la competencia entre Santafé y Cartagena de Indias alrededor de la sede de gobierno; las regiones se encontraban aisladas casi en todo sentido. La costa Caribe, la sabana de Bogotá y, en menor grado, Cauca, eran regiones físicas sin unidad política o cultural interna. El río de la Magdalena era simplemente una vía de conexión entre Santafé y el mar. Con el tiempo se fueron conformando en las principales regiones físicas subculturas sutiles con base en el núcleo español-mestizo, expresado en la lengua, la religión, ciertas instituciones sociales y las tradiciones. Existía pues una relativa unidad étnica y cultural hacia el final de la Colonia que facilitaba el gobierno del virreinato. Estas regiones

dependían en lo político de la sede central del gobierno colonial, instalada en Santafé, pero en lo económico y social gozaban de plena autonomía, lo que las fue marcando.

La decisión de instalar la capital administrativa en Santafé y no en Cartagena o Santa Marta, aunque no constituyó una estrategia explícita de largo plazo, sí resultó definitiva para el futuro desarrollo político y económico de la República y fue motivo pasajero de controversia entre cartageneros y santafereños. Bogotá, localizada en una platea andina central, antigua sede del grupo indígena más amplio y desarrollado, con clima benigno, aislada de las rutas marítimas que llevaban a Europa, contribuyó a formar el carácter de la futura nación. La decisión pudo haber sido acertada o equivocada según diferentes visiones, pero marcó definitivamente a la futura república.

Ninguna región geográfica predominó sobre las otras, ni siquiera la sede de gobierno. Algunas provincias y comarcas se especializaron en líneas de producción económica: el Caribe fue sede del principal puerto de mercancías y esclavos y región de haciendas y ganadería, sin que allí se fundaran grandes plantaciones, como sí ocurrió en Cuba y en Venezuela; el istmo de Panamá fue esencialmente comercial, merced al corto paso terrestre entre dos grandes océanos; Antioquia y Cauca se constituyeron en explotadoras de oro, alrededor de las cuales se multiplicaron pequeñas parcelas en la primera y extensas haciendas esclavistas en la segunda; Neiva fue predominantemente ganadera, lo mismo que los llanos del piedemonte oriental; Socorro, Girón y otras ciudades del oriente fueron sede de una industria artesanal interesante y se parcelaron tempranamente; la zona central se fue configurando alrededor de una cultura burocrática estimulada por instituciones gubernamentales, educativas y religiosas, con una economía esencialmente agrícola que apenas miraba al mercado local. Después de

la Independencia, las regiones tuvieron diferente dinamismo, unas crecieron (Antioquia, Panamá y Cundinamarca) y otras se debilitaron (Cauca, Santander y la costa Caribe), debido principalmente a condiciones productivas y al comercio con el exterior.

Es necesario advertir que nuestro país nació como una república sin nación y que la construcción de ésta tomó por lo menos un siglo. En realidad, toda la América hispana era una gran nación, abruptamente dividida en más de veinte nuevos estados. Además de no ser una nación, después de la independencia de España, nuestro estado era muy débil, la economía incipiente y la administración pública demasiado elemental.

Los líderes regionales se vinieron a conocer en las guerras de independencia, como parte de un ejército mayor de venezolanos, granadinos y algunas legiones inglesas; allí surgen los caudillos regionales que regresan a sus comarcas imbuidos de un espíritu guerrillero y sin mayor noción de lo que significaba la nueva república. Como el naciente estado era tan débil en lo económico, lo administrativo y lo político, los caudillos regionales soñaron con estados soberanos, copiaron en sus mentes el modelo federal de Estados Unidos, de México y de Brasil y se embarcaron en una serie de querrelas y enfrentamientos menores que pomposamente nuestros historiadores bautizaron como las guerras civiles. Sin embargo, este corto período influyó mucho en la futura república, porque dio pie a que lo que antes habían sido simples regiones geográficas, tuvieran ahora un contenido político. El cuadro 1 muestra cómo evolucionaron los actuales departamentos entre la Independencia y la Constitución de 1991.

En 1821 se erigieron en departamentos Boyacá, Cauca, Magdalena y Cundinamarca; en 1858 hubo una nueva segmentación y aparecieron Antioquia, Bolívar, Panamá y Santander, y en 1861 se agregó Tolima. Ante

Existe el temor de que las nuevas regiones terminen siendo una ampliación de los costos administrativos, orientadas por grupos de presión privados que serían los mayores beneficiarios.

el caos político, los enfrentamientos frecuentes y la debilidad de la economía se unieron dos líderes indispensables para concebir y materializar un proyecto de república unitaria, alrededor del cual se iría creando el espíritu nacional: Núñez, el político y visionario cartagenero, y Caro, el pensador y jurista bogotano, impulsaron la idea de una república unitaria, pero pragmáticamente aceptaron la existencia de los estados soberanos convirtiéndolos en departamentos no soberanos, y crearon bases firmes para un proyecto centrista, abriendo tímidamente la puerta a la descentralización administrativa. El debate no termina allí. A pesar de la vigencia hasta ahora del proyecto de Núñez y Caro, en 1905 se crean Nariño, Caldas, Atlántico, Huila y Galán (Norte de Santander), y en mitad del siglo anterior surgen Risaralda, Quindío, Córdoba, Sucre, Cesar, Guajira y

Meta. Hoy el territorio colombiano cuenta con 32 departamentos y no con los iniciales cuatro, después de que la constituyente de 1991 hubiera dado esta categoría a los antiguos territorios nacionales. La tendencia durante la república fue la de dividir y dividir, generalmente por motivos políticos y electorales y casi nunca por razones de orden económico, étnico o social. Si en el futuro continuara la segmentación teniendo en cuenta algunas provincias con vida económica muy activa en algunas décadas, tendríamos 50 o más departamentos, lo cual centralizaría más el país.

En la última mitad de siglo, el debate se ha direccionado hacia nuevos enfoques, no necesariamente territoriales o geográficos, siendo éstos los planteamientos de la reforma constitucional de 1968, las discusiones alrededor del proyecto de Acto Legislativo 7 de 1980 sobre elección popular directa de alcaldes, los que acompañaron al Acto Legislativo de 1986 sobre la misma materia, y más recientemente, los debates que tuvieron lugar en la constituyente de 1991 y las escasas discusiones sobre recientemente aprobada ley de ordenamiento territorial.

Los nuevos temas han sido: descentralización y autonomías con elección popular de alcaldes y gobernadores, reasignación de rentas y competencias y fortalecimiento de la antigua célula municipal; las “corporaciones autónomas regionales”; la aparición de “distritos especiales”, reconociendo

Cuadro 1. Evolución de los departamentos en los siglos XIX y XX

Año	División política administrativa
1821	Boyacá, Cauca, Magdalena, Cundinamarca
1858	Antioquia, Bolívar, Panamá, Santander
1861	Tolima
1905	Nariño, Caldas, Atlántico, Huila, Galán
1950	Risaralda, Quindío, Córdoba, Sucre, Cesar, Guajira, Meta
1991	32 departamentos

el crecimiento poblacional, la fortaleza institucional y económica de algunas megaciudades y la importancia estratégica de otras; el papel de las “ciudades intermedias” como núcleos demográficos y económicos de gran vitalidad y potencial económico-urbanístico; la aparición reciente de otras dimensiones de la territorialidad como son la “ciudad-región” especialmente en el caso de Bogotá-Cundinamarca; las “áreas metropolitanas” con relaciones principalmente económicas, urbanísticas y sociales, de las cuales ya tenemos cinco en pleno funcionamiento; la clasificación de municipios para efectos de autonomía, competencias fiscales y económicas, y más recientemente la posibilidad de reunificación de algunos departamentos en regiones económicas y de planificación o en regiones políticas y administrativas, si los departamentos constituyentes están dispuestos a ceder su actual estatus político a favor de un ente agrupador, moviéndonos de esa manera hacia el modelo “estado-regional” o hacia el “regional-unitario”, siguiendo de alguna manera las experiencias de España e Italia, con sus estados autonómicos.

Una serie de fenómenos políticos, sociales y económicos, tanto de orden nacional, local, como internacional, serán capitales en los debates futuros sobre territorialidad y divisiones políticas. El mundo está cambiando hacia un mercado libre supranacional y como consecuencia, hacia la constitución de nuevos centros de poder, como son la Comunidad Europea, Estados Unidos, la futura Comunidad Latinoamericana, e individualmente China, India, Brasil y los países emergentes de segunda línea entre los cuales figura Colombia. Es posible que en el futuro mediano se debilite el “estado nacional” para dar paso a otros arreglos. En el orden nacional tenemos marcando la brújula hacia la relación entre conflicto y territorialidad, los desarrollos energéticos, agrícolas e industriales de algunas zonas, generalmente menos desarrolladas. En el nivel departamental surgen

dos situaciones: la fuerza de algunas provincias y el papel de los nuevos municipios con la posibilidad de “asociaciones” entre ellos. En el plano local se presenta el caso de apropiación de tierras a campesinos y cambios en la tenencia de la propiedad rural.

Las discusiones actuales deben ser de mayor complejidad y el foco ha de cambiar de lo político/electoral hacia la problemática internacional, económica, social, ambiental, paisajística, urbanística, de servicios comunitarios y de infraestructura. En lo macroespacial nos espera estudiar el papel geopolítico

Cuadro 2. Nuevos elementos del debate territorial

Renacimiento del municipio

Corporaciones autónomas regionales

Distritos especiales / Distrito capital

Áreas metropolitanas / Ciudad región


Papel de ciudades intermedias

Estatuto de ordenamiento territorial

de Colombia en relación con el resto de la región latinoamericana y las potencias del Atlántico y del Pacífico; definir el ordenamiento territorial en desarrollo del mandato constitucional y adoptar algunas de las opciones de la receta que ofrece la Carta Política; analizar las regiones y las provincias con potencial económico, su comunicación e integración al proyecto productivo de la nación; impulsar el desarrollo de las ciudades-región y de los distritos aprobados o por crear, de acuerdo con la realidad; ampliar la presencia de parques naturales preservando nuestra diversidad; adelantar una reforma agraria social, incluyendo el microordenamiento de las propiedades agrarias; fundar nuevos focos urbanos estratégicos, tal vez en la Orinoquía y en el sur del país para integrarnos más a la región amazónica, sin descuidar la recuperación del río Magdalena como la más eficaz vía de comunicación y

a la vez como región productiva y de asentamiento humano.

En relación con las regiones económicas, pensadas para aminorar las disparidades entre áreas y para propiciar nuevos impulsos al desarrollo, el debate se está adelantando en medio de un vacío conceptual y jurídico y posiblemente los votantes cuando se les consulta, no saben ciertamente cuál es su elección, si se trata de crear regiones político-administrativas dotadas de nuevas estructuras burocráticas, o más bien alianzas estratégicas entre departamentos que no quieren desaparecer, pero desean impulsar la planificación y la economía de sus territorios. Existe el temor de que las nuevas regiones terminen siendo una ampliación de los costos administrativos, orientadas por grupos de presión privados que serían los mayores beneficiarios.

Unas consideraciones finales en relación con la capital del país. Bogotá resultó ser una decisión interesante que permitió el equilibrio entre las regiones y contribuyó a forjar la personalidad propia de nuestra nación, hasta convertirse, a pesar de su distancia de los puertos, en el principal polo de desarrollo económico sostenible hacia el futuro. Bogotá ha llegado a ser la ciudad de todos los colombianos y hace décadas dejó de pertenecerle a los raizales santafereños para constituirse en un verdadero crisol de todas las vertientes humanas del país. Ello no significa que la capital actual deba continuar siéndolo, porque si bien su condición de centro administrativo y político la ha beneficiado en muchos casos, también ha causado problemas como el crecimiento desmesurado y desordenado, la falta de identidad local y a veces la incompreensión proveniente de otras áreas de la nación. Construir otra capital en algún área hoy des poblada y con alto potencial económico, como lo hizo Brasil, sería una opción que debemos comenzar a estudiar si se trata de mantener la integración y potencializar a todos los lugares de la geografía humana, económica y física del país. 



Luis Alfonso Torres *

Brechas para la implementación de Basilea III en Colombia

Introducción

Este artículo busca contribuir a la evaluación de los costos de la implementación de Basilea III. Su foco está en el primer paso, es decir en la identificación y evaluación de las brechas entre los requerimientos de Basilea III y los requerimientos de la regulación en Colombia, con la finalidad de resolver dos preguntas “¿Dónde estamos?” y “¿Qué se debiera hacer?” para cumplir con los requerimientos de Basilea III.

Basilea III representa un choque de oferta que eleva los costos de asumir riesgos, como resultado de nuevas exigencias de capitalización por riesgos y de la constitución de nuevos *buffers* para cubrir los riesgos de liquidez de corto y largo plazo.

Como se verá, las brechas se generan con relación al sistema bancario en general y también, con relación al modelo de negocio que opera cada banco. La evaluación muestra que las mayores brechas se generarían para el sistema bancario, como producto de los requerimientos de calidad del capital para absorber pérdidas, así

como por los nuevos requerimientos de capital sobre las operaciones de las tesorerías y por las exigencias para cubrir el riesgo de liquidez, fundamentalmente de largo plazo.

En contraste, la implementación de Basilea III no causaría impactos profundos que pudieran llevar a la recomposición de las líneas de negocio que operan los bancos colombianos, debido a que los mayores requerimientos diferenciales de capital se aplican sobre las operaciones “sofisticadas” de las tesorerías. Debe aclararse que el artículo toma en consideración las medidas ya aprobadas por Basilea III y no se refiere a las que se encuentran en discusión, en particular a las que se aplicarán a las instituciones y mercados sistémicamente importantes, las cuales, dada la estructura del sistema bancario colombiano, podrían tener un impacto considerable, sobre todo en los grupos financieros.

Identificación de las brechas con relación a Basilea III

A continuación se identifican las brechas relevantes en la implementación de Basilea III. La correcta identificación de las brechas entre los requerimientos de la regulación colombiana y los de Basilea III es de vital importancia, en la medida en que esta identificación genera la información necesaria para la posterior evaluación de los costos y para la definición de estrategias de mitigación de los impactos. (Los cuadros No. 1 y No. 2 se incluyen como recordatorio de los requerimientos de Basilea III a los cuales se hace referencia a lo largo de este artículo).

Las brechas que se presentan a continuación se identificaron atendiendo las tres principales características de los requerimientos de Basilea III, así:

Alcance	Todo el sistema bancario. Banca individual: líneas de negocio.
Herramientas para el cubrimiento de riesgos	Cantidad y calidad de capital. Reestructuración de los activos del portafolio. Reestructuración del fondeo.
Temporalidad	Permanentes. Coyunturales con arreglo a exposición.

* Director Consultoría en Riesgos
Baker Tilly Colombia Consulting.
e-mail: ltorres@bakertillycolombia.com

En consecuencia se proponen las siguientes tres clases de brechas:

- 1) **Aquellas que deberán llenarse por el sistema bancario**, generadas por los requerimientos que modifican la relación de solvencia y por los requerimientos para cubrir el riesgo de liquidez.

A esta clase pertenecen las siguientes brechas:

- a. Brecha de calidad del capital: indica los requerimientos de mayor participación del capital ordinario y de las utilidades no repartidas en el Core Tier 1 de la relación de solvencia (4.5% con relación a los activos ponderados por nivel de riesgos. RWA).
- b. Brecha de cantidad de capital: indica el capital adicional necesario para que la relación de solvencia alcance el 10.5% (con relación a los RWA).
- c. Brecha de liquidez de corto plazo: indica el incremento del *stock* de activos líquidos en los portafolios de inversión para cubrir las obligaciones de acuerdo con el *Liquidity Coverage Ratio* (LCR).
- d. Brecha de liquidez de largo plazo: indica el incremento en el valor y composición de los fondos estables requeridos para cumplir con el *Net Stable Funding Ratio* (NSFR).

Estas brechas son la base para el cálculo de los impactos en la rentabilidad del negocio bancario.

Ahora bien, para Colombia, la brecha 1b) cantidad de capital tiene un componente adicional, el cual se relaciona con las cargas de capital aplicables por riesgo operativo, requeridas por Basilea II, puesto que la relación de solvencia exigida por la Superintendencia Financiera no las incluye actualmente.

Cuadro 1. Mapa Basilea III

Relación de solvencia

Numerador: Calidad de capital

- Acciones y utilidades no distribuidas al 4.5% del capital para absorción de pérdidas en *going concern*.
- 2.5% Buffer de Conservación: 2.5% capital común para situaciones de *stress*, constituido por capital común.

Numerador: Cantidad de capital

- La relación de capital mínimo se mantiene en 8%.
- La relación de capital requerido llega al 10.5%, por la aplicación del 2.5% correspondiente al Buffer de Conservación.

Denominador: Riesgos de la tesorería y operaciones especiales

- Mayor ponderación por riesgo de los activos del portafolio.
- Aplicación de un cargo incremental IRC, para captar el riesgo de *default* o migración de calificación resultante de la volatilidad de la tasa de interés, en instrumentos no titularizados.
- Cálculo del VaR estresado.
- Más altos factores de conversión de crédito para operaciones de liquidez de corto plazo.
- Mayores requerimientos de capital para operaciones con derivados OTC.
- Más alta ponderación por riesgo para la retitularización (20% en lugar del 7% para tranches AAA).

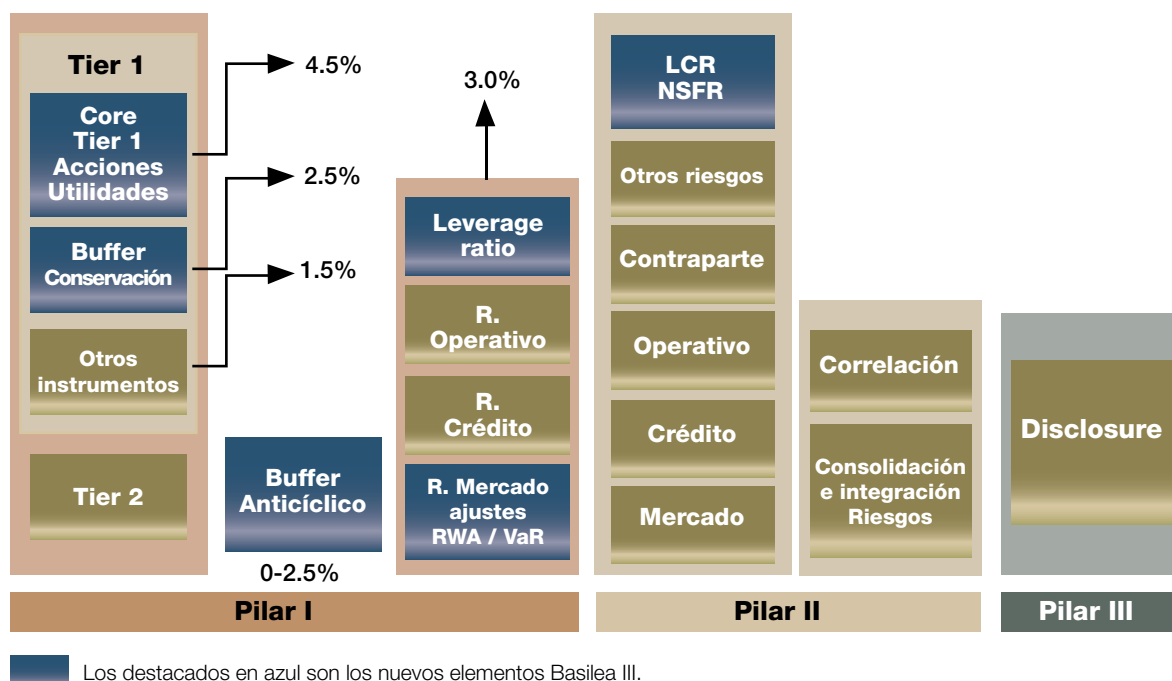
Medidas macroprudenciales

- **Coefficiente de apalancamiento:** aplicado sobre todos los activos. Estimado para calibración en el 3%.

- **Buffer Anticíclico:** construido en situaciones de excesivo crecimiento del crédito, bajo diseño y condiciones definidas por los reguladores locales.

- **SIFIs y MIFIs:** medidas adicionales en desarrollo para aplicar a las instituciones o mercados que por su tamaño, interconexiones o especificidad generen riesgos adicionales a la estabilidad financiera.

- **Coefficiente de cubrimiento:** *stocks* de activos líquidos necesarios para cubrir las obligaciones de corto plazo (30 días).
- **Coefficiente de Fondeo Neto Estable:** *stock* mínimo de fondeo estable para escenarios de *stress* idiosincrático de largo plazo (un año).

Cuadro 2. Nueva estructura de los pilares


2) **Aquellas que deberá llenar cada banco de manera individual**, para adaptar el modelo de negocios y la oferta de productos a los requerimientos diferenciales de capital y liquidez sobre las líneas de negocio. Para Colombia podemos asumir un modelo con tres líneas básicas: tesorería y banca personal (*retail*) y banca corporativa.

A esta clase de brecha pertenecen las siguientes:

a. De tesorería: generada por las modificaciones al denominador de la relación de solvencia que introduce ponderaciones más altas por nivel de riesgo (RWA), a los activos de los portafolios, así como por los requerimientos de capital para cubrir el riesgo de contraparte y/o de cambio de calificación de los títulos, de acuerdo con el IRC.

b. De operaciones “especiales”: generada por las modificaciones específicas

para cubrir el riesgo de contraparte de las operaciones con derivados OTC, las titularizaciones y las operaciones de liquidez de corto plazo.

c. De crédito de largo plazo: generada por los requerimientos de fondeo estable para las operaciones de crédito de largo plazo.

3. **Aquellas de carácter temporal**, las cuales dependen de la exposición que cada banco asuma en un momento determinado. A esta clase pertenecen las siguientes:

a. Brecha de cantidad de capital: indica el capital adicional para cubrir situaciones de *stress* requerido por el Buffer de Conservación, así como por las exigencias de capital vinculadas a la macrosupervisión de acuerdo con lo establecido por el Buffer Anticíclico y el coeficiente de Apalancamiento. (Sobre estas brechas, dados los

alcances de este documento, no se desarrollará ningún argumento adicional).

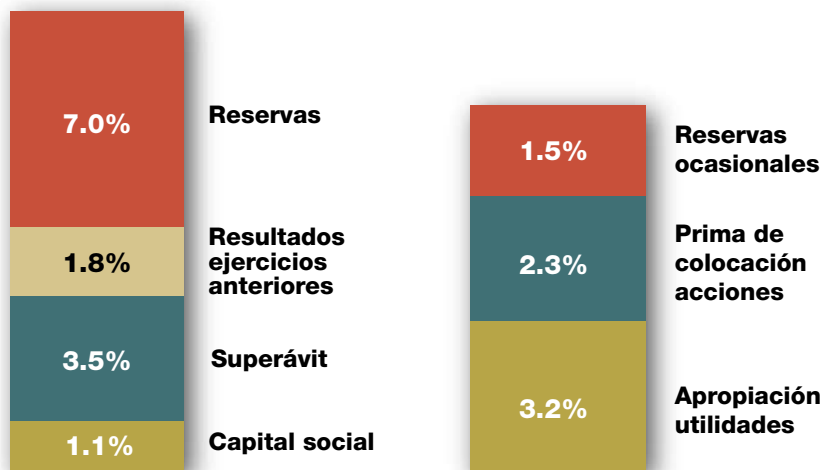
Cierre de brechas

A continuación se presenta una evaluación de las brechas identificadas y se señalan algunas medidas necesarias para cumplir con los requerimientos de Basilea III.

Brecha de calidad del capital

Es interesante anotar que esta brecha se sustenta en dos concepciones diferentes sobre la constitución y mantenimiento de capital. Por un lado, Basilea III insiste en la capitalización accionaria por riesgos, en tanto que por el otro, la regulación colombiana se basa en la capitalización por reservas. Por esto no es sorprendente que el análisis de la composición del capital de la relación de solvencia que exige la Superintendencia Financiera muestre

Cuadro 3A. Cubrimiento del patrimonio **Cuadro 3B. Cubrimiento de las reservas**



Fuente: Superintendencia Financiera. Balances, diciembre 2010.

la insuficiencia del capital social frente a los requerimientos de Basilea III para absorber pérdidas, tanto en un escenario “*going concern*”, como en situaciones de *stress*. Esto a pesar de que el patrimonio básico tangible, aplicable en Colombia (capital social + reservas + resultados ejercicios anteriores), asimilable al *common equity*, es del orden del 9.73 % sobre los activos totales y Basilea III requiere del 4.5% sobre los activos ponderados por nivel de riesgo (RWA) para el escenario “*going concern*” y el 7.5% en escenarios de *stress* cuando se incluye el Buffer de Conservación¹.

Acorde con la concepción de capitalización aplicada en Colombia, es la cuenta Reservas dentro del Patrimonio la que genera el mayor cubrimiento con relación a los activos totales. Esta cuenta refleja la porción de los resultados positivos que los bancos destinan a cubrir pérdidas en un escenario “*going concern*” (ver cuadro 3A).

En adición, de la cuenta Reservas, la porción más importante del cubrimiento corresponde a la cuenta Reserva Legal y dentro de ésta a la cuenta Apropiación de Utilidades Líquidas, cuenta que refleja las utilidades no

A primera vista parecería que los bancos colombianos no requerirían de esfuerzos adicionales puesto que cumplen con el porcentaje de solvencia exigido por Basilea III. Sin embargo, debe esperarse que aparezcan brechas de cantidad de capital, como resultado de los ajustes introducidos por Basilea III.

realizadas del portafolio valorado a precios de mercado (ver cuadro No 3B). Como consecuencia, la capacidad de absorber pérdidas del patrimonio puede reducirse por dos razones fundamentales: primera, siendo las Reservas un componente del capital sujeto en un porcentaje a libre utilización, se puede disminuir la capacidad de absorber

pérdidas por parte de los bancos, dependiendo de las decisiones de los accionistas. Segunda, la valoración de los títulos y las utilidades del portafolio tenderán a reducirse en situaciones de *stress* o simplemente cuando un banco requiera salir al mercado a liquidar parte de su portafolio.

Brecha de cantidad de capital

A primera vista parecería que los bancos colombianos no requerirían de esfuerzos adicionales puesto que cumplen con el porcentaje de solvencia exigido por

Basilea III. Para diciembre de 2010, la relación de solvencia fue del orden del 13%, bastante más alta que el 8% mínimo requerido por Basilea III e incluso que el 10.5% exigido cuando se incluye el Buffer de Conservación. Sin embargo, debe esperarse que aparezcan brechas de cantidad de capital, como resultado de los ajustes introducidos por Basilea III en el denominador de la relación de solvencia, los cuales están vinculados al riesgo de mercado. Estos ajustes aumentan el valor en riesgo de los portafolios de inversión por el aumento de las ponderaciones por riesgo de los activos y por la exigencia de la estimación del VaR de mercado con valores estresados. De la misma forma, se requerirá más capital por la incorporación del riesgo de contraparte de las operaciones de la tesorería y la aplicación del IRC (*incremental risk charge*). En

¹ Por problemas de información, se utiliza el cubrimiento con relación a los activos totales, el cual da un resultado más ácido que cuando se calcula con relación a los AWR. En este último caso los cubrimientos aumentan entre 1.5 y 1.8 puntos porcentuales.

adición, los requerimientos de capital se incrementarán dependiendo de la intensidad de las operaciones con derivados OTC, las titularizaciones y las operaciones de liquidez de corto plazo. La evaluación del esfuerzo en capital requiere de una gran cantidad de información sobre la conformación de los portafolios de inversión y sobre la complejidad de las operaciones de las tesorías. Sin embargo, para tener un orden de magnitud del ajuste, baste indicar que las estimaciones disponibles señalan que al final del período de 10 años, la implementación de Basilea III para los bancos europeos representará una disminución del ROE precrisis 2007-2008 del orden de 4.3 puntos porcentuales, de los cuales 1.3 puntos porcentuales se explican por los ajustes a las ponderaciones de riesgo de los activos de los portafolios. Otras estimaciones calculan el aumento en los indicadores de riesgo de mercado

en el orden del 40%, neto de medidas de mitigación.

Ahora bien, los bancos colombianos requerirán de un monto adicional de capital, en la medida en que la regulación tiene pendiente una signatura Basilea II, “cargas de capital por riesgo operativo”. La brecha adicional será función del método de estimación de las cargas de capital. En caso de adoptarse el método más elemental, el *Basic Indicator Approach*, el capital adicional sería equivalente al 15% del ingreso bruto de los bancos. En la medida en que los bancos opten por modelos más sofisticados, los cuales implican un manejo más eficiente del riesgo operativo, la carga de capital se reduciría, como lo muestran las experiencias internacionales de bancos líderes.

Brecha de liquidez

Apesar de la diferencias en concepción entre el Coeficiente de Cubrimiento

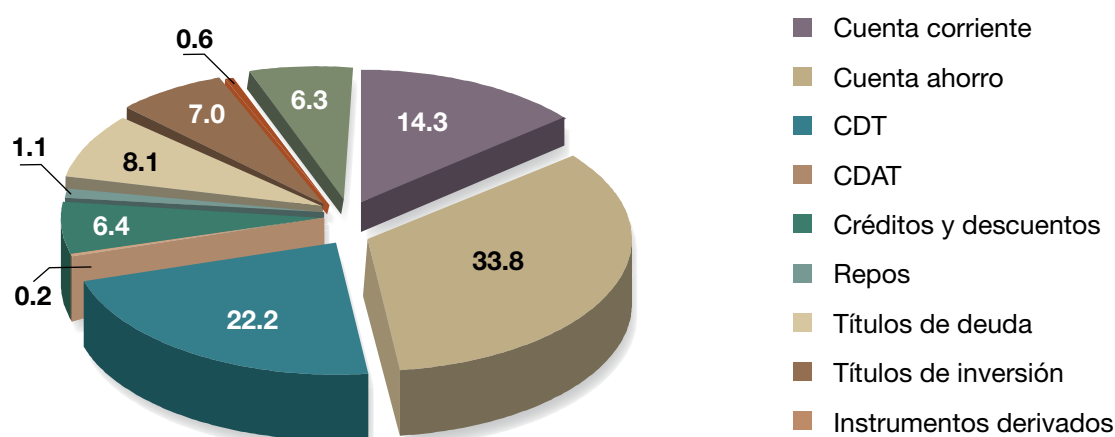
Basilea III y el IRL que se aplica en Colombia, no parece probable que se requieran recomposiciones importantes en los portafolios de inversión de los bancos para cumplir con el valor mínimo del *stock* de activos líquidos. En la práctica los dos indicadores colocan el énfasis en los activos líquidos y en los plazos cortos (ver cuadro No 4). Sin embargo, es previsible que se cree una demanda adicional por activos líquidos para cubrir las extremas condiciones de *stress* idiosincrático que el Coeficiente de Cubrimiento asume para los pasivos de los bancos, condiciones que no están contempladas en la regulación colombiana.² Es entonces prudente anotar que en el

² Ver “International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring”. BIS 2009.

Cuadro 4. Requerimientos Basilea III Riesgo de liquidez

Fórmula		Lógica
<p>Coeficiente de Cubrimiento:</p> <div> <div>LCR</div> <div> <div>Stock de activos líquidos</div> <div>Flujos netos a 30 días</div> </div> <div>≥ 100</div> </div>		<p>La preocupación central de este coeficiente se relaciona con la composición de las inversiones de la tesorería, de modo que se cuente con el <i>stock</i> de activos líquidos necesario para cubrir los pagos u obligaciones para el período de los próximos 30 días, bajo condiciones de <i>stress</i> idiosincráticas y de mercado.</p>
<p>Coeficiente de Fondeo Neto Estable:</p> <div> <div>NER</div> <div> <div>Monto disponible de fondeo estable</div> <div>Monto requerido de fondeo estable</div> </div> <div>=</div> <div>≥ 100</div> <div>=</div> </div>		<p>La preocupación central se relaciona con el pasivo del balance de los bancos, para garantizar que se tenga <i>stock</i> de pasivos estable y de duración mayor a un año, que permita cumplir con las obligaciones con plazos mayores a un año.</p>
<p>IRL Colombia:</p> $IRL = ALM + RLN$		<p>Establecer la exposición al riesgo de liquidez por los vencimientos contractuales en bandas de tiempo mediante la estimación del descalce en flujos de efectivo entre los activos afectados por <i>haircuts</i> y los pasivos.</p>

Cuadro 5. Estructura típica del fondeo (total sistema promedio 2010)



Fuente: Superintendencia Financiera. Balances, diciembre de 2010.

futuro las exigencias adicionales de activos líquidos podrían chocar con las limitaciones en profundidad del mercado colombiano, el cual no se caracteriza por disponer de suficientes especies calificadas como líquidas por Basilea III.

Por contraste, los requerimientos de fondeo de largo plazo y estable exigidos por el Coeficiente de Fondeo Neto Estable pueden significar una importante recomposición del pasivo de los balances, puesto que en Colombia para fondear créditos de largo

plazo, fundamentalmente de vivienda, se recurre a fuentes con maduración menor a un año y cuentas corrientes con una porción considerada como volátil (ver cuadro No 5). La recomposición obligará a una competencia por depósitos, CDT

Cuadro 6. Medidas con influencia en la recomposición de líneas de negocio

Banca personal	Banca Corporativa	Tesorería
Fondeo: Fuentes estables adicionales para fondear préstamos de largo plazo incluidos los de vivienda.	Financiación al comercio: Riesgo de contraparte: Más altas ponderaciones para instituciones financieras, afectando la representación en cartas de crédito. Fondeo: Nuevos <i>buffers</i> para líneas de liquidez <i>off balance</i> , garantías y cartas de crédito.	Mayores RWA: - En particular bonos de gobierno, bonos de instituciones financieras, bonos con calificación menor a (AA). - VaR, nueva metodología que requiere mayores cargas de capital.
	Préstamos largo plazo: Mayores exigencias capitales por RWAs. Fondeo: Nuevos requerimientos de fuentes estables de largo plazo.	Riesgo contraparte: IRC captar migración, calificación de instrumentos no titularizados.
	Préstamos especializados: (Financiación estructurada): Mayores cargas de capital por RWAs.	

Cuadro 7. Medidas adicionales sobre operaciones bancarias

Off-Balance

Derivados OTC:

Incrementos de capital por riesgo de contraparte y la aplicación del IRC.

Incrementos adicionales por riesgo de correlación de contrapartes por la aplicación del CVA.

Titularización:

Incrementos del capital por riesgo de contraparte, obligación mantener el 5% del total originación (*skin in the game*)

Eliminación de la deducción del 50% en requerimientos de capital Tier 1.

Líneas de liquidez:

Factor de conversión.

u otras captaciones mayores a un año, fundamentalmente de origen corporativo, para los cuales hoy no existe mercado abundante. En su defecto debería presentarse una reducción de los créditos de largo plazo. O finalmente, debería implementarse una combinación de las dos estrategias.

Efectos sobre líneas de negocio

Es factible esperar que la implementación de Basilea III en Colombia no tenga impactos profundos en la recomposición de las líneas de negocio, como en otros países donde el modelo de negocio bancario incluye una alta participación de las operaciones de tesorerías, junto con operaciones sobre productos derivados transados OTC, agresivas titularizaciones y productos de financiación estructurada.

Parecería que Basilea III incentiva un modelo de negocios con una tesorería concentrada en operaciones *plain vanilla*, fundamentalmente de apoyo al balance, con una participación en la generación de ingresos menor a la que tuvieron antes de la crisis financiera de

La implementación de Basilea III es un problema de tiempo, no de escogencia, puesto que es el estándar sobre el cual se calificarán, para todos los propósitos, los sistemas bancarios y los bancos individualmente.


2007-2008 y con operaciones de crédito bastante estandarizadas. Este modelo se asemeja mucho al modelo colombiano y al de varios países de la región.

En consecuencia, los impactos para el modelo de negocios de la banca colombiana se sentirían más en forma de estancamiento del dinamismo y, sofisticación de las tesorerías y muy probablemente, por lo menos en el corto plazo, en

el encarecimiento de los créditos de largo plazo, incluyendo los créditos de vivienda y corporativos, debido a los requerimientos de fondeo estable (ver cuadro No. 6).

También es previsible un marchitamiento de los mercados de derivados sofisticados y de las plataformas OTC, así como de las titularizaciones estructuradas, por las cargas de capital adicional que prevé Basilea III (ver cuadro No 7).

Nota de cierre

La implementación de Basilea III es un problema de tiempo, no de escogencia, puesto que es el estándar sobre el cual se calificarán, para todos los propósitos, los sistemas bancarios y los bancos individualmente. Se espera que, como lo asegura Basilea III, los beneficios sociales representados tanto por la reducción de la probabilidad de una crisis sistémica, como por la disminución de los costos públicos de los rescates, sean mayores que los costos privados, representados por la eventual reducción de la rentabilidad del negocio bancario y/o el encarecimiento de sus productos de crédito. 



Manuel Ignacio Jiménez *

Más allá del TLC con Estados Unidos

Agenda comercial de Colombia

El 7 de abril de 2011, la Administración Santos logró destrabar el Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos, tras permanecer más de cuatro años bloqueado en el Congreso de dicho país.

El 7 de abril de 2011, la Administración Santos logró destrabar el Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos, tras permanecer más de cuatro años bloqueado en el Congreso de dicho país. El plan de acción se encaminó a garantizar: i) los derechos laborales; ii) la protección sindical, y iii) el fortalecimiento de la justicia en el país (Casa Blanca, 2011). En cambio, Colombia no hizo ninguna exigencia a Estados Unidos, ni le recordó a “nuestros mejores amigos” que el marchitamiento del Plan Colombia ya estaba teniendo serias consecuencias en materia de seguridad ciudadana. Tampoco objetó el relativo fracaso del programa antidrogas, tanto allá como acá.

El gobierno colombiano se limitó a repetir el listado de beneficios que se esperan de dicho TLC, a saber: i) una aceleración del crecimiento del PIB-real, a razón de medio punto por año; ii) una generación de unos 250.000 nue-

vos empleos en los próximos cinco años (cifra bastante etérea), y iii) un incremento de las exportaciones (se supone que de las no tradicionales) de hasta US\$1.500 millones (equivalente a un 4% anual) (Anif, 2011).

El giro dado por la Administración Obama en este frente tiene una motivación principalmente política: i) la llegada de una mayoría republicana a la Cámara debilita el discurso anticomercio de los demócratas; ii) la repetitiva expiración de las preferencias arancelarias (ATPDEA) requiere una solución de fondo, y iii) la pérdida de participación de las exportaciones estadounidenses hacia el mercado colombiano, a manos de los mercados del Mercosur, la zona Euro y Canadá, amenaza su balanza comercial.

Este artículo constituye una compungida crónica sobre el TLC de Colombia y Estados Unidos. Además, profundiza sobre el alcance de la agenda comercial paralela, que



montó Colombia durante los años 2006-2011, a la espera de la ratificación del TLC con Estados Unidos. Ésta, además, se vio presionada por el colapso comercial con Venezuela. Cabe recordar que las exportaciones colombianas a dicho país llegaron a bordear los US\$6.200 millones en el año 2008 según datos del Dane, aunque tocaría netear el monto de las “ficticias” que ahora está investigando la Dian. Después, éstas cayeron a tan

* Investigador de Anif.
E-mail: mijimenez@anif.com.co

sólo US\$4.100 millones al finalizar el año 2009 y actualmente no superan los US\$1.400 millones.

Aunque las lecciones que dejó la negociación del TLC con Estados Unidos son obvias, es útil recordar los errores cometidos: i) se ejerció una elevada “ingenuidad” al pensar que Colombia le cambiaría “la plantilla de negociaciones” a Estados Unidos, inclusive tras conocerse lo “logrado” por Chile y Australia, especialmente en materia agrícola; ii) se desconocieron las advertencias sobre la posibilidad de caer víctimas del “fuego cruzado” entre demócratas y republicanos, como en efecto ocurrió, y iii) tardíamente (hasta mediados de 2006) el país entendió la urgencia de habilitar otros TLCs que le dieran alternativas e inclusive le pudieran servir de acicate para mover políticamente a Estados Unidos.

Sin embargo, es importante señalar que si bien el país llevó a cabo una agenda comercial paralela, entre los años 2006-2011, con relativo éxito al configurar TLCs con Canadá, la zona Euro, el EFTA, entre otros, la mala noticia es que ellos son mercados pequeños y con bajo potencial para las exportaciones no tradicionales (intensivas en mano de obra). En buena parte, esto refleja el fracaso de la llamada “agenda interna” del período 2002-2010, en medio de una peligrosa apreciación cambiaria proveniente del auge minero-energético. Infortunadamente, Colombia no tiene a mano mecanismos apropiados del sector real para combatir dicha apreciación cambiaria por la vía de: i) modernización de la infraestructura, especialmente vial; y ii) flexibilización de su mercado laboral.

El preámbulo del TLC Colombia-Estados Unidos (1990-2003)

En 1994 tuvo lugar la Primera Cumbre de las Américas, con miras a crear el Área de Libre Comercio de las Amé-

ricas (ALCA). Pasaron cuatro años antes de citarse la Segunda Cumbre (1998), donde se fijó la meta de buscar un ALCA operando a más tardar en los inicios de 2005. Para 2001, la Tercera Cumbre había logrado un primer borrador de dicho ALCA (Álvarez, 2004).

Sin embargo, la temperatura política anticomercio iba en ascenso en Estados Unidos, por cuenta de las pérdidas de empleo que le dejaba el NAFTA (con México y Canadá), tras completar ocho años de vigencia (1994-2002) (Abin, 2004 y Epstyn, 2007). Hábilmente, el presidente Bush logró que le aprobaran, en agosto de 2002, la Ley del *Trade Promotion Authority* (o *fast track*), donde el Congreso tan sólo podía aprobar o rechazar en bloque las negociaciones que delegaban por esta vía en el Ejecutivo, ver gráfico 1. Era claro que Estados Unidos ya estaba a la zaga del comercio mundial, pues sólo contaba con tres TLCs (NAFTA, Jordania e Israel) (Díaz, 2002).

Mientras tanto, Uribe I (2002-2006) dejaba claro en su Plan Nacional de Desarrollo la intención de abrirse más al comercio y a la Inversión Extranjera Directa (IED) (DNP, 2003). No sólo la relación (exportaciones+importaciones)/ PIB continuaba estancada en niveles bajos del 30%, sino que ese comercio se concentraba en más de un 40% con Estados Unidos. En este sentido, para Colombia resultaba prioritaria el ALCA frente al TLC con Estados Unidos.

Sin embargo, esa estrategia de perseguir primero el ALCA se malogró por cuenta de la llegada de Lula a la presidencia de Brasil en octubre de 2002. El primer obstáculo surgió de eliminar el componente agrícola del ALCA, el cual era prioritario para Colombia. El hundimiento de las perspectivas del ALCA se produjo a finales de 2003, cuando Brasil, Argentina y otros miembros del G-20 bloquearon los módulos de inversión,

compras gubernamentales y políticas de competencia. Así, el ALCA quedó limitado a un simple marco de referencia para futuros acuerdos comerciales bilaterales o multilaterales (Abin, 2004). Triunfaron entonces los vitores “bolivarianos”, aupados en el liderazgo antiimperialista de Lula, y Colombia de paso perdió una gran oportunidad de apertura en bloque.

Negociaciones bilaterales del TLC Colombia-Estados Unidos (2003-2006)

Ante el fracaso del ALCA, Estados Unidos decidió acelerar el paso, usando su *fast track* comercial. Para finales de 2002 ya tenía negociado su TLC con Chile y hacia finales de 2003 notificó a su Congreso el inicio de las negociaciones con Colombia, Perú, Ecuador y Bolivia.

En la primera etapa los países andinos manifestaron sus intereses sectoriales (MCIT, 2006). La segunda etapa cobijó casi dos años de negociaciones (mayo de 2004-febrero de 2006), ver gráfico 2. Allí se realizaron 15 rondas (incluyendo una adicional a las compartidas con los países andinos), se trataron 23 temas centrales, siendo los más contenciosos los de agricultura, medidas sanitarias y fitosanitarias y propiedad intelectual (extendiéndose por 21 meses). Las negociaciones más ágiles estuvieron en las áreas de comercio electrónico y capacidades comerciales (11 meses). Finalmente, la firma entre las partes ejecutivas se llevó a cabo en noviembre de 2006 y el Congreso de Colombia y la Corte Constitucional lo habían ratificado antes de finalizar 2007.

En retaliación, Venezuela decidió abandonar la CAN en abril de 2006 y también el G-3, volcando sus intereses sobre el Mercosur. Este accionar bien puede interpretarse como una retribución a Brasil y Argentina por haber logrado el entorpecimiento del ALCA.

Obstáculos a la ratificación del TLC en Estados Unidos

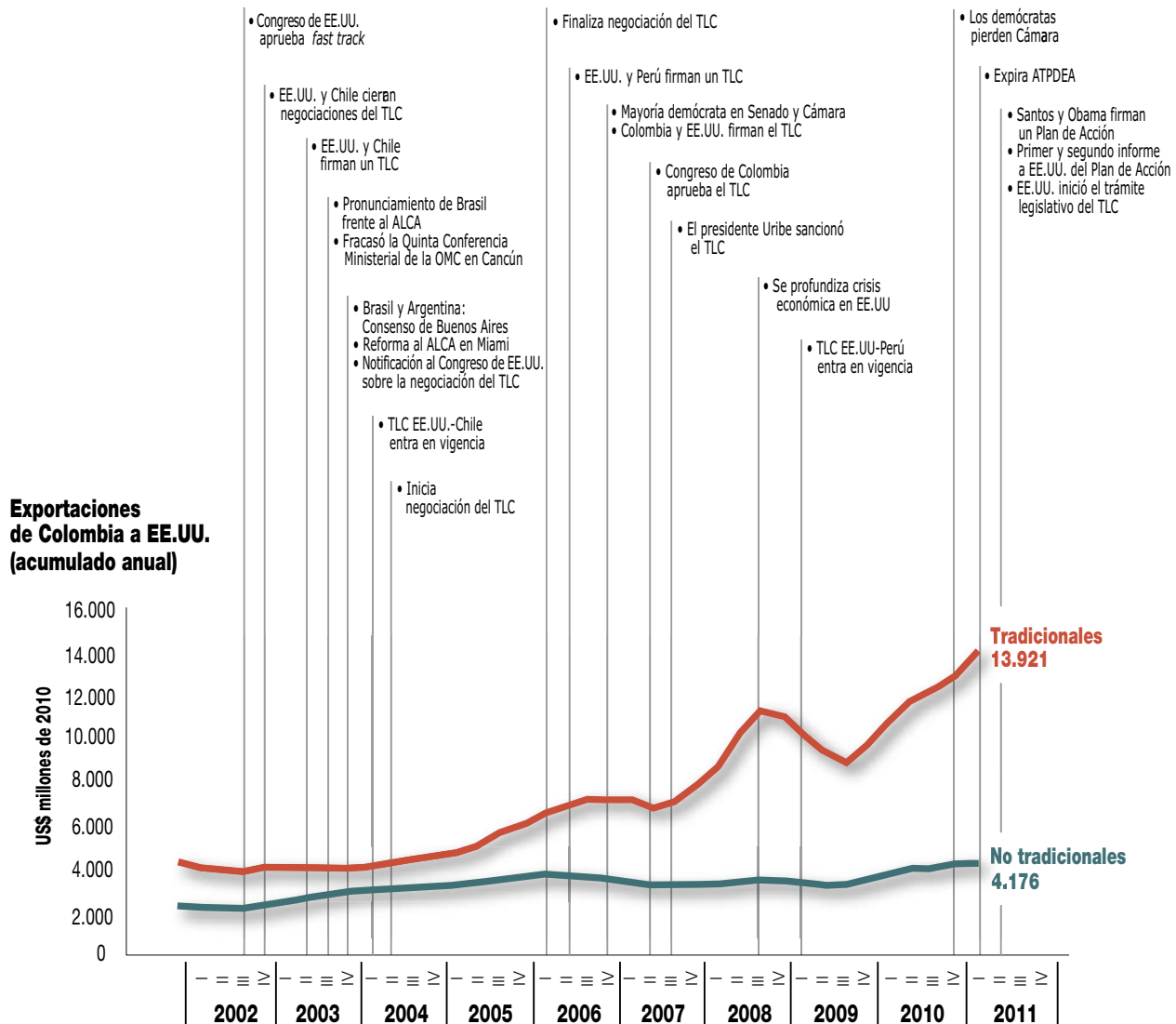
En noviembre de 2006, los demócratas lograron la mayoría en ambas cámaras de Estados Unidos. Ante el temor de agudizar las pérdidas de empleo por la vía de aprobar más TLCs, los demócratas recurrieron al expediente de bloquear la ratificación del TLC con Colombia. Para ello, adujeron la

existencia de graves violaciones a los derechos de los trabajadores y sindicalistas, lo cual era históricamente cierto, más no nuevo.

Yaseharelatadoentonces cómo la agenda de exigencias de Obama a Santos se ha centrado en este tema y las medidas que se han tomado para superar este obstáculo. En abril de 2011 se envió el primer informe de avances en estos frentes a la Administración Obama. A principios de mayo, Obama notificó al

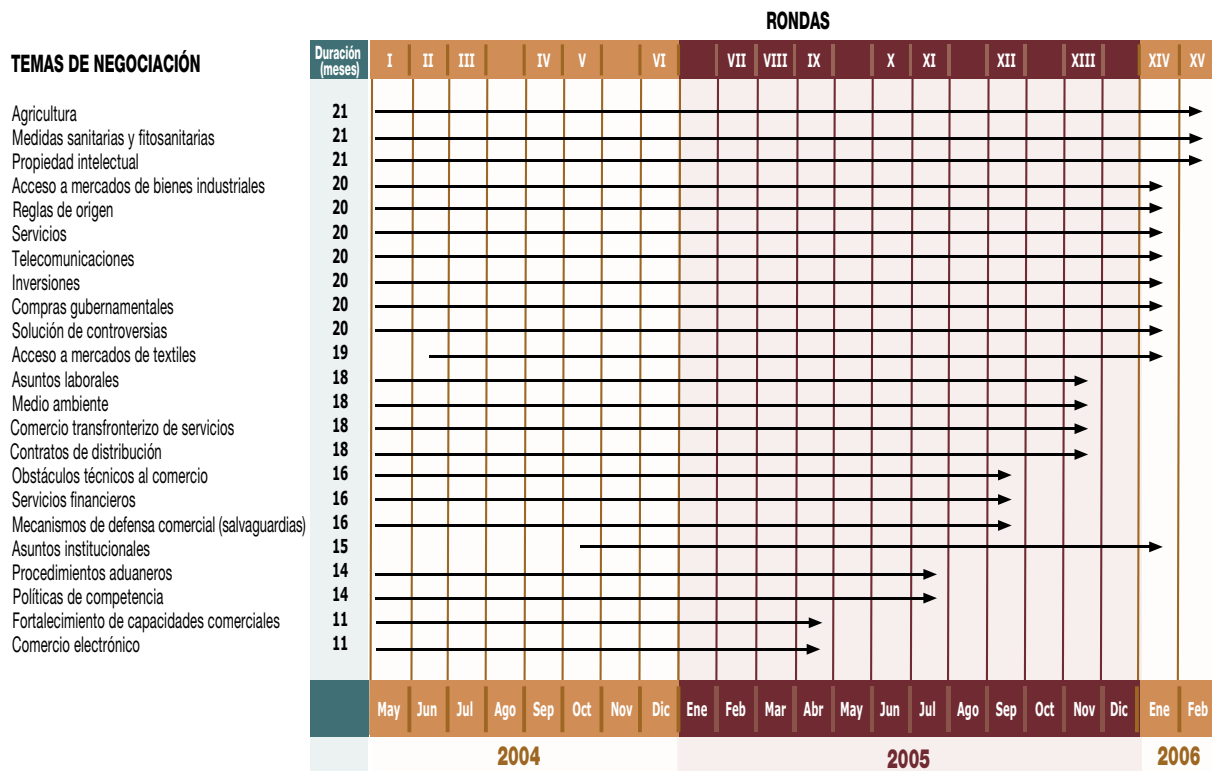
Congreso de dichos cumplimientos, para poder avanzar en las discusiones técnicas del TLC. En junio, la Administración Obama señaló el cumplimiento de otras condiciones, pero a hoy no se conoce la fecha de discusión del TLC en el Congreso. Tan sólo se sabe que aparentemente estaría atada a la presentación paralela del TLC con Corea del Sur y Panamá, así como a la renovación de las preferencias arancelarias ATPDEA y del Sistema General

Gráfico 1. Evolución del TLC Colombia-EE.UU (2002-2011)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane y U.S. Bureau of Labor Statistics.

Gráfico 2. Negociaciones bilaterales del TLC Colombia-Estados Unidos



Fuente: elaboración Anif con base en SICE de la OEA.

de Preferencias. También, que el TLC de Colombia cuenta con el apoyo de la mayoría bipartidista, pues en el *mock mark up* o simulacro de votación, realizado a principios de julio, obtuvo 22 votos a favor frente a 14 en el Comité de Medios y Arbitrios de la Cámara de Representantes y 18 frente a 6 en el Comité de Finanzas del Senado.

Una vez fijada la fecha de entrada al Congreso, se tienen 90 días para aplicar los procedimientos de aprobación o rechazo en bloque. El escenario más probable daría como fecha de posible aprobación octubre de 2011 y su entrada en vigencia un año más tarde (finales de 2012).

Comercio colombo-venezolano (2002-2010)

Ante la crónica compungida del TLC con Estados Unidos, el mercado venezolano se había convertido en una

tabla salvadora durante el período 2004-2008. Finalmente, los exportadores colombianos de productos agroindustriales se habían dado cuenta de las ventajas culturales y geográficas que representaba dicho mercado. Sin embargo, éste colapsó por razones de la lucha política-ideológica durante los años 2009-2010.

Cabe recordar que, en el período 2002-2003, las exportaciones colombianas a Venezuela habían caído un 40% anual a US\$830 millones (dólares constantes de 2010), por cuenta de una economía venezolana contrayéndose a ritmos cercanos al 8.3% en promedio anual. Sin embargo, éstas repuntaron a casi US\$3.000 millones entre los años 2004-2006, producto de una economía creciendo a tasas del 13% en promedio anual. Gracias a ello, el mercado venezolano pasó de representar un 18% a un 21% de las exportaciones no tradicionales.

Dicho dinamismo se acentuó durante el período 2007-2008, cuando las exportaciones colombianas a Venezuela se duplicaron nuevamente hasta llegar a los US\$6.200 millones. Colombia se había convertido entonces en la despensa de Venezuela, ofreciéndoles alimentos y bebidas (un 19% de las exportaciones), textiles (11%), sustancias y productos químicos (10%). Sin embargo, en el período 2009-2010, las relaciones bilaterales sufrieron un fuerte revés debido a: i) el hallazgo de lanzacohetes comprados por Venezuela que terminaron en manos de las Farc; ii) el rechazo de Venezuela a la expansión de bases militares de Estados Unidos en Colombia; y iii) los repetidos incidentes de seguridad nacional en la frontera (Anif, 2010). Todo ello llevó a registrar una abrupta caída de dichas exportaciones, cerrando en \$4.100 millones en 2009 y en US\$1.400 millones en 2010.

Agenda comercial paralela de Colombia

Ante las dificultades para concretar el TLC con Estados Unidos y la inestabilidad política de Venezuela, la Administración Uribe II (2006-2010) apretó el paso para buscar una agenda comercial alternativa (ver gráfico 3). En efecto, hacia mediados del año 2006, se iniciaron negociaciones para suscribir un TLC con el Triángulo del Norte de Centroamérica (Guatemala, El Salvador y Honduras). Colombia había exportado a dicho “triángulo” unos US\$270 millones (dólares de 2010) en 2005 (1% del total). Se trataba, principalmente, de productos plásticos (23%) y combustibles (13%). Las importaciones del país desde allí

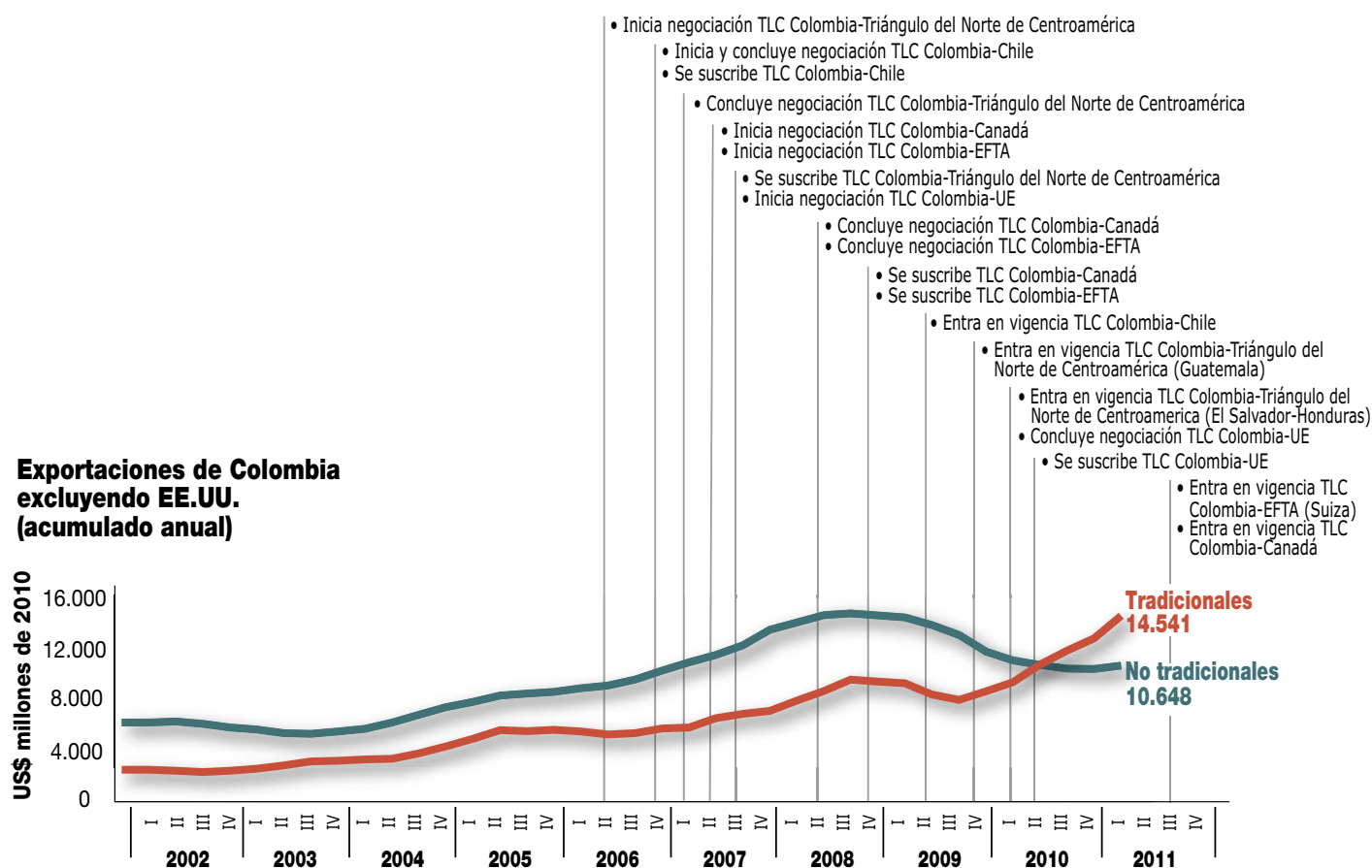
tan sólo llegaban a US\$20 millones, principalmente productos de caucho. Estas negociaciones concluyeron casi un año después (marzo de 2007), tras 6 rondas. Pero dicho TLC sólo vino a operar hacia finales de 2009. Al cierre de 2010, las exportaciones a esos mercados se habían incrementado a US\$560 millones, pero todavía representaban un 1% del total.

Después vinieron las negociaciones con Chile, las cuales sólo requirieron de dos rondas, realizadas en octubre de 2006. Las exportaciones colombianas hacia Chile sólo llegaban a US\$330 millones en 2005 (1% del total), principalmente combustibles (25%), productos de plástico (15%) y azúcar (12%). Las importaciones sumaban US\$420 millones (2% del

total), principalmente frutas (13%) y papel y cartón (10%). Este TLC entró en vigencia en mayo de 2009. Al cierre de 2010, las exportaciones a Chile habían repuntado a US\$1.090 millones (ascendiendo al 3% del total) y las importaciones llegaron a US\$740 millones (2%).

Las negociaciones con Canadá se concretaron en junio de 2007. Las exportaciones hacia ese mercado llegaron a US\$300 millones en 2006 (1% del total), principalmente combustibles (39%) y café (30%), y las importaciones a US\$540 millones (2% del total), siendo principalmente cereales (20%), vehículos (13%) y papel y cartón (11%). Después se pasó a negociar con la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC o EFTA),

Gráfico 3. Agenda comercial de Colombia (2002-2011)



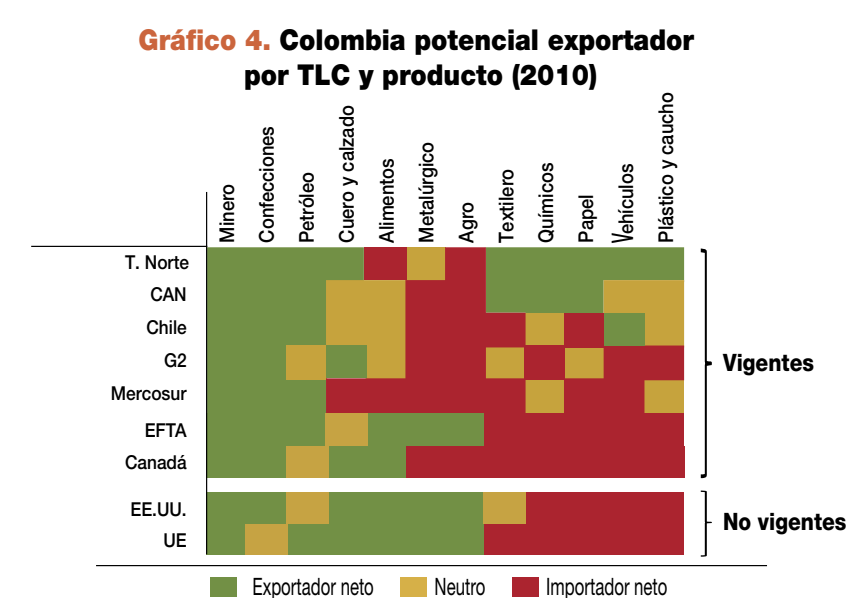
Fuente: cálculos Anif con base en Dane y U.S. Bureau of Labor Statistics.

hacia donde las exportaciones habían sumado US\$630 millones (2% del total), referidas a piedras preciosas (83%). Las importaciones desde esa región ascendían a US\$290 millones (1% del total), principalmente maquinaria (27%), productos farmacéuticos (17%) y químicos orgánicos (16%). Ambas negociaciones se dieron por terminadas un año después, en junio de 2008, tras 5 rondas de negociaciones. El TLC con la EFTA entró a regir sólo con Suiza en julio de 2011, a la espera de Noruega, Islandia y Liechtenstein. Las exportaciones colombianas al EFTA habían sumado US\$900 millones en 2010 (2% del total) y las importaciones US\$440 millones (1% del total). Por su parte, el TLC con Canadá entró en vigor el 15 de agosto de 2011, hacia el cual las exportaciones habían llegado a US\$530 millones en 2010 (1% del total) y las importaciones a US\$830 millones (2% del total).

Por último, la Administración Uribe II concretó el TLC con la Unión Europea, iniciando negociaciones en septiembre de 2007, tardando casi dos años, y concluyendo en marzo de 2010. Sin lugar a dudas, se trataba del mercado más importante para Colombia, después del de Estados Unidos. En 2006, las exportaciones a ese mercado habían llegado a US\$3.630 millones (14% del total), referidas principalmente a combustibles (40%); mientras las importaciones llegaban a US\$3.780 millones (13%), principalmente maquinaria (19%) y aparatos eléctricos (14%). Actualmente, dicho TLC está en la etapa de ratificación. Las exportaciones a ese mercado también ascendieron hasta llegar a US\$5.000 millones en 2010 (13% del total), pero las importaciones también se elevaron a US\$5.640 millones (14% del total), mostrando que el comercio es en ambas vías.

Comercio y potencial exportador de Colombia

Hasta el momento, ha quedado claro que los TLCs implican comercio



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

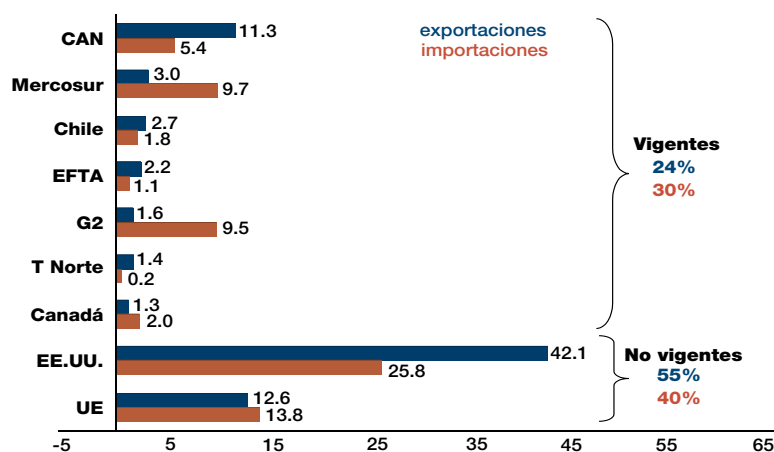
en ambas vías, donde la capacidad competitiva del país determinará qué sectores se expanden y cuáles se contraen. El gráfico 4 resume el potencial impacto de los TLCs que ha negociado el país. Por ejemplo, en la mayoría de TLCs vigentes a 2010 (CAN, G2, Triángulo de Norte, Chile y Mercosur), el país cuenta con una ventaja clara para sus sectores minero, petrolero y de confecciones. En el caso de la CAN y del Triángulo del Norte se tienen ventajas relativas en los sectores de papel, textiles y químicos. Sin embargo, esos mercados muestran una desventaja relativa de nuestros sectores agropecuario y metalúrgico. Los TLCs que recientemente entraron en vigor (EFTA y Canadá) y aquellos que están por hacerlo (Estados Unidos y Unión Europea) muestran ventajas exportadoras para los sectores de: minería, petróleo, confecciones, cuero y calzado, metalúrgico, alimentos e inclusive en agro. Sin embargo, estarán en desventaja relativa los siguientes sectores: textiles, químicos, papel, vehículos y plásticos.

De otra parte, se ha venido comentando que la falta de una adecuada infraestructura exportadora será un gran

hándicap para el país, en momentos en que se han negociado estos TLCs. Si, adicionalmente, se enfrenta una oleada de apreciación cambiaria y el gobierno decide realizar rebajas arancelarias unilaterales para dichos productos de importación, pues la cuestión se le pone bastante difícil al sector productivo exportador, diferente al de los *commodities*.

Conclusiones

Mientras que el TLC entre Colombia y Estados Unidos ha tenido un tiempo de “hibernación” ya superior a los cuatro años (2006-2011), las exportaciones no tradicionales del país hacia Estados Unidos se han mantenido casi constantes en US\$4.200 millones (dólares constantes de 2010). En cambio, las exportaciones tradicionales han venido en permanente incremento al pasar de unos US\$4.250 millones en 2001 a cerca de US\$14.000 millones en la actualidad. Esto lo que demuestra es que la penetración de las exportaciones de *commodities* no requiere de TLCs, pero las no tradicionales (las intensivas en mano de obra) sí lo requieren, siendo éste el gran problema que enfrenta Colombia.

Gráfico 5. Comercio bilateral según TLC (2010)


Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Nótese que a principios de la década pasada nuestras exportaciones se repartían 50%/50% entre *commodities* y no *commodities*. Ahora, esa balanza se ha inclinado en forma preocupante hacia casi un 70% a favor de los *commodities*. Poresta vía, la tardanza en la ratificación del TLC con Estados Unidos le ha hecho perder al país un tiempo precioso en la consolidación de un sector exportador mejor balanceado, generándose sesgos a favor de producciones capital-intensivas y en detrimento de las oportunidades de empleo y equilibrios sociales más duraderos. Ese tiempo precioso jugó en contra de Colombia, pero a favor de México, Chile, Perú y toda Centroamérica.

Las lecciones son obvias y es útil recordar los errores cometidos: i) se ejerció una elevada “ingenuidad” al pensar que Colombia le cambiaría “la plantilla de negociaciones” a Estados Unidos, especialmente en materia agrícola; ii) se desconocieron las advertencias sobre la posibilidad de caer víctimas del “fuego cruzado” entre demócratas y republicanos, y iii) tardíamente el país entendió la urgencia de habilitar otros TLCs que le dieran alternativas comerciales.

Sin embargo, también se ha visto que si bien se ha tenido relativo éxito en configurar TLCs con Canadá, la zona Euro y el EFTA, Colombia continúa rezagado en materia de TLCs. Porejemplo, Chile

cuenta con 16 tratados, México con 14 y Perú con 10. Además, dichos TLCs tan sólo representan el 24%-30% de las exportaciones e importaciones del país frente al 55%-40% de los TLCs que están por entrar en vigencia (Estados Unidos y la zona Euro), ver gráfico 5. Ha quedado claro entonces cómo el grueso de estos nuevos TLCs está volcado sobre mercados pequeños o cuyo potencial exportador para los sectores de agroindustria son más bien bajos. También que los TLCs implican comercio en ambas vías, donde la capacidad competitiva del país determinará qué sectores se expanden y cuáles se contraen.

La mayoría de TLCs vigentes a 2010 (CAN, G2, Triángulo de Norte, Chile y Mercosur) muestran ventajas en los sectores minero, petrolero y de confecciones; pero desventajas relativa de nuestros sectores agropecuario y metalúrgico. En los referentes al EFTA y Canadá (ya operativos) y en los de Estados Unidos y Unión Europea (pendientes) se encuentran ventajas exportadoras para minería, petróleo, confecciones, cuero y calzado, metalúrgico, alimentos e inclusive en agro. Sin embargo, allí estarán en desventaja relativa los sectores de textiles, químicos, papel, vehículos y plásticos.

Colombia enfrenta dos tipos de desafíos en materia de competitividad.

Hacia el mediano plazo, debe superar sus escollos en materia de infraestructura y de inflexibilidad del mercado laboral. En el corto plazo, debe adoptar medidas de controles de capital que permitan enfrentar el grave problema de apreciación. A la vuelta de unos pocos años se sabrá cuán exitosa fue la estrategia de apertura comercial adoptada por Colombia durante este período 2002-2010, en función de haber superado o no estos desafíos de mediano y corto plazo. *ANIF*

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abin C. (2004) “El ALCA, un camino hacia la anexión: Propuesta de alternativas para América Latina.” Instituto Tercer Mundo y Plataforma Interamericana de Derechos Humanos, Democracia y Desarrollo (PIDHDD).
- Álvarez J. (2004), “ALCA y TLC con Estados Unidos: La agenda de negociación, sus costos y beneficios frente a los intereses nacionales.” Universidad Externado de Colombia.
- Anif (2010), “Las relaciones colombo-venezolanas: ¿Qué esperar bajo la administración Santos?”, *Informe Semanal* No. 1040 del 30 de agosto de 2010.
- Anif (2011), “Sector externo y su contribución al crecimiento del PIB en 2010”, *Comentario Económico del Día* 2 de mayo de 2011.
- Casa Blanca (2011), “Leveling The Playing Field: Labor Protections and the U.S.-Colombia Trade Promotion Agreement.”
- Díaz J. (2002) “ALCA, el *Fast Track* y las relaciones entre Estados Unidos y América Latina,” Real Instituto Elcano.
- DNP (2003), “Plan Nacional de Desarrollo 2002-2006: Hacia un Estado Comunitario.”
- Epstejn J. (2007), “El nuevo Congreso norteamericano y el futuro de la estrategia de liberalización competitiva,” Observatório Político Sul-Americano. Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro – IUPERJ/UCAM.
- Ministerio de Comercio Industria y Turismo – MCIT, Confecámaras, DNP, OEA y Trust (2006), “La negociación del TLC de Colombia con Estados Unidos.”



José Miguel Yemail *

Hipótesis de contagio financiero y medición de canales de transmisión en la crisis financiera de 2008

En este artículo se realiza un test para 31 países (12 países desarrollados, 13 países emergentes y 6 países de economías frontera) a fin de determinar si el fenómeno experimentado por sus economías durante la crisis financiera de 2008 puede ser catalogado como contagio financiero y qué variables resultan determinantes en la vulnerabilidad de la economía de un país ante este fenómeno. Para alcanzar el objetivo propuesto se prueba la hipótesis de contagio financiero utilizando la metodología desarrollada por Forbes y Rigobon (2002) mediante el test de correlación corregida por heterocedasticidad. Adicionalmente, se ejecuta un modelo econométrico logit, siguiendo a Collins y Gavrón (2004), que permita identificar las variables significativas que aumentan la probabilidad de contagio.

Introducción

En 2008 el mundo fue testigo de un fenómeno de crisis financiera sólo comparado en magnitud a la Gran Depresión del 29. En particular, esta crisis financiera tuvo origen en países de economías y mercados de capitales desarrollados, propagándose desde Estados Unidos a Europa, Asia y América Latina para convertirse en un fenómeno global. El período anterior al estallido de la crisis en 2008 estuvo enmarcado por indicadores económicos y financieros positivos. Las economías de los países presentaban crecimiento sostenido y altas tasas de crecimiento en economías emergentes, alta rentabilidad en los mercados financieros, abundante liquidez, bajas tasas de interés, facilidad al acceso a créditos y alta flexibilidad de los acuerdos de préstamo, entre otros. Aquello daba una sensación general de confianza y optimismo que motivaba a los inversionistas a asumir cada vez más riesgos. Estados Unidos presentó un aumento significativo en la oferta de crédito, llevando a que los consumidores norteamericanos accedieran

en masa a estos créditos y los emplearan principalmente en el sector inmobiliario, produciendo una gran presión sobre el precio de la vivienda y llevando a que éste se incrementara de manera constante. Dicho comportamiento provocó un crecimiento sin precedentes del mercado hipotecario de Estados Unidos, ocasionando un aumento en el valor de las viviendas construidas de hasta el 50% entre el 2000 y 2005 (Soros 2008), y generó abundancia en el mercado de títulos crediticios respaldados por hipotecas de muy alto riesgo.

Por otro lado, en el mercado se estaba promoviendo una continua demanda de activos de alto rendimiento con calificación AAA que llevó a que los emisores de estos acudieran a préstamos subyacentes de baja calidad para poder satisfacer la alta demanda. Debido a su alto rendimiento y al respaldo de una calificación de con-

* Ex investigador de Anif y actual analista de Ecopetrol.

Corresponde a un resumen de la tesis para optar el título de Magister en Economía, Universidad de los Andes.

E-mail: jose.yemail@ecopetrol.com.co

fianza muy alta, los títulos emitidos por ellos eran vendidos fácilmente en el mercado, llevando a que múltiples fondos de pensiones y bancos pequeños en el mundo se vieran tentados a comprarlos. Asimismo, la abundante liquidez presente en el mercado y la presunta estabilidad en el entorno financiero daban una falsa seguridad, ocasionando que los diversos inversionistas no estuvieran pendientes de los riesgos de los valores que habían adquirido. Pero esta falsa confianza no podía mantenerse por siempre, cuando se descubrió que los métodos de financiación empleados tenían fallas, los tenedores de los préstamos subyacentes de baja calidad se deshicieron de sus tenencias, llevando a su vez a una directa contracción de la liquidez a mediados de agosto de 2007. Los bancos decidieron almacenar liquidez con el objetivo de protegerse ante la contracción de efectivo, agravando aún más la contracción en el mercado interbancario. Igualmente, a partir de la segunda parte de 2007, la fuerte relajación en las condiciones crediticias empezó a tener consecuencias. Se empezaron a revelar casos masivos de impago; el incumplimiento en los pagos de los préstamos hipotecarios llevó a una caída general en los precios de estas viviendas, causando las primeras pérdidas y a su vez desatando la crisis inicial (Kodres 2008). Además, gracias a que antes de que se presentaran estos pagos hipotecarios las entidades financieras de Europa Occidental y Japón habían comprado títulos financieros respaldados en las hipotecas, la crisis tuvo un carácter más global, afectando a los países que habían adquirido estos títulos que resultaron ser tóxicos. En agosto de 2007, debido a los problemas mencionados anteriormente, varias intermediarias financieras del mundo se vieron en problemas. Ante esta coyuntura, los principales bancos centrales del mundo se vieron obligados a proporcionar liquidez de emergencia al sistema financiero. Sin



La crisis hipotecaria de Estados Unidos vino acompañada de aspectos como el comportamiento nervioso de los inversores, la ignorancia de los reguladores y la existencia de instrumentos esotéricos que llevaron a que ésta se propagara más allá de las fronteras americanas.

embargo, en el período de agosto de 2007 a septiembre de 2008 existía aún la esperanza de que las inyecciones de liquidez proporcionadas por los bancos centrales fueran a tener efectos positivos. Se sabía sobre los problemas estructurales en el sistema financiero y la economía real, pero no se sabía a ciencia cierta qué tan graves eran. La gravedad de la crisis se empezó a percibir a partir de septiembre de 2008, cuando el gobierno estadounidense no ayudó a salvar a Lehman Brothers de la misma forma en la que lo había hecho con Fannie Mae y Freddie Mac. El gobierno de Bush incluso prefirió salvar a una entidad privada como Bank of América con una inyección de liquidez de US\$138.000 millones,

olvidando a Lehman Brothers. A partir de esto, Lehman Brothers se declaró en bancarota el 14 de septiembre de 2008, alarmando al mundo entero debido a que las pérdidas que el mercado hipotecario había generado sobre el sistema financiero eran mayores de lo esperado. Estos

hechos llevaron entre otras cosas a una caída general

de los mercados bursátiles, una disminución en la confianza del sector financiero y un aumento en los costos de financiamiento.

La crisis hipotecaria de Estados Unidos vino acompañada de aspectos como el comportamiento nervioso de los inversores, la ignorancia de los reguladores y la existencia de instrumentos esotéricos que llevaron a que ésta se propagara más allá de las fronteras norteamericanas. De esta manera, las principales potencias mundiales se vieron afectadas directamente a través de sus principales bancos que tenían una estrecha relación con el sector hipotecario norteamericano. Pero esta crisis no sólo terminó afectando a las principales economías mundiales, los países emergentes también se vieron conmocionados por lo que sucedía en las economías más poderosas. Pese a que éstas se venían comportando positivamente, sus mercados bursátiles empezaron a vivir los efectos de la crisis, viviendo grandes liquidaciones debido al miedo de los inversionistas. Este efecto inmediato llevó a que múltiples investigadores y economistas apresuradamente catalogaran a lo sucedido como un fenómeno de contagio financiero.

Contagio financiero y canales de transmisión

El fenómeno de contagio financiero es de reciente tratamiento en la literatura. Desde finales de los años noventa existe un creciente interés por estu-

diar el fenómeno de contagio y por establecer cuáles son los canales de transmisión del mismo. La literatura sobre contagio financiero, si bien reciente, es extensa. Sin embargo, no hay aún un consenso universal que permita abordar el contagio financiero desde un enfoque específico.

A partir de las crisis financieras como la crisis de México (1994) o la asiática (1998), se observó cómo lo que estaba sucediendo en esos países se trasladaba hacia la economía de otros países. El estudio de este comportamiento dio lugar al nacimiento del concepto de contagio financiero.

En la revisión de la literatura resaltan autores como Kodres y Pritsker (2002), que definen al contagio financiero como el movimiento de precios en un mercado debido a un *shock* o evento que ocurre en otro mercado. Por otro lado, Kaminsky, Reinhart y Végh (2003) definen el contagio como: “un episodio en el que existen importantes efectos inmediatos en varios países después de un evento, es decir, cuando las consecuencias son rápidas y furiosas y se desarrollan en cuestión de horas o días”. Forbes y Rigobon (2002) definen el contagio como un aumento significativo de los lazos entre los mercados después de un *shock* o evento especial en un país (o un grupo de países). Hacen hincapié en el hecho de que para que exista contagio financiero, el país afectado por éste debe presentar unas condiciones normales muy diferentes al país que sufre inicialmente la crisis. En cuanto a los mecanismos de transmisión, la teoría económica los ha identificado y existe un consenso general sobre cuáles son. Estos son: fundamentales macroeconómicos, vínculos financieros, vínculos comerciales, canales de liquidez y comportamiento de los inversionistas.

- **Fundamentales macroeconómicos:** distintas variables macroeconómicas reflejan el estado de salud de una economía. La vulnerabilidad

de un país está altamente relacionada con la salud de su economía. De este modo, un país con débiles fundamentales macroeconómicos debe ser más propenso al contagio en situaciones de crisis en comparación a uno con indicadores macroeconómicos saludables. Varias variables macroeconómicas reflejan las fortalezas y debilidad económica, tales como el crecimiento del PIB o la inflación. Adicionalmente, se construye el índice de presión de mercado cambiario (EPM), el cual identifica crisis en el mercado cambiario internacional.

**Si dos mercados
muestran un alto grado
de interconexión durante
períodos de estabilidad
(antes de ocurrir un *shock*),
y éstos continúan teniendo
alta correlación después
de un *shock*, esto no será
constituido como contagio
financiero sino como
interdependencia
de mercados.**

- **Vínculos financieros:** en este caso, el mecanismo de transmisión corresponde a un prestamista común. Un conjunto de efectos puede provocar el contagio a través de los vínculos financieros, tales como los efectos de riesgo, efectos sobre la liquidez, los efectos del derrame, comportamiento gregario o pánico financiero.
- **Vínculos comerciales:** el mecanismo de vínculos comerciales mide la integración comercial entre el país de origen de la crisis y los distintos países.

- **Canales de liquidez y comportamiento del inversionista:** a pesar que los bancos son importantes prestamistas comunes, no son los únicos prestamistas de las economías ni las únicas fuentes de liquidez. Tal como lo señalan Kaminsky y Reinhart (1998), los flujos de cartera provenientes de inversores son una fuente importante de liquidez. La liquidez se define como el flujo total del crédito nuevo y efectivo en los mercados financieros, después de que las necesidades de la economía real han sido satisfechas.¹ En dicho canal intervienen la percepción de los inversionistas sobre el mercado (si es riesgoso o no) y la facilidad para entrar y salir del mismo que puede introducir barreras de liquidez y ruidos en los precios de los activos.

Para la metodología desarrollada en este trabajo se utilizó la definición de contagio de Forbes y Rigobon (2002), según la cual si dos mercados muestran un alto grado de interconexión durante períodos de estabilidad (antes de ocurrir un *shock*), y éstos continúan teniendo alta correlación después de un *shock*, esto no será constituido como contagio financiero sino como interdependencia de mercados. La interdependencia de mercados, entonces, corresponde a la relación directa que existe entre dos o más mercados producto de la integración comercial, financiera y económica que genera comportamientos correlacionados en los mercados durante períodos de estabilidad. Sólo existe contagio cuando los lazos entre los mercados aumentan significativamente a raíz de un evento importante.

En la medición de los canales de transmisión, se siguió la metodología desarrollada en el trabajo de Collins y

¹ CrossBorder Capital. Definición de liquidez. <http://www.liquidity.com/definingliquidity.aspx>

Gavron (2004) los cuales desarrollan un modelo logit que prueba la significancia de las variables más relevantes presentes en los canales de transmisión que afecten la probabilidad de sufrir contagio.

Metodología y conjunto de datos

Para la prueba de contagio financiero se utiliza la prueba de correlación. Esta prueba compara la correlación en los retornos de dos mercados durante un período estable y un período posterior a un evento importante. Si la correlación aumenta significativamente, se dice que los lazos entre los mercados se fortalecieron y, por ende, existió un contagio.

Aunque la prueba de correlaciones permite evaluar de manera más directa la hipótesis de existencia de contagio, ésta presenta sesgos de heterocedasticidad debido a la exagerada volatilidad de los mercados en los períodos inmediatos a un evento de crisis.

El comportamiento del mercado en un evento de crisis suele ser de sobre-reacción, tardando algunas semanas e incluso meses en ajustarse. Esta sobre-reacción crea un sesgo de heterocedasticidad que induce a aceptar la hipótesis de contagio. Para solucionar este problema se han creado modificaciones a esa prueba que eliminan el factor de distorsión generado por la volatilidad. Forbes y Rigobon (2002) muestran que una vez se corrige por heterocedasticidad, la hipótesis de contagio financiero es rechazada en la mayoría de casos, implicando que los aumentos en correlación corresponden a interdependencia de mercados.

Etapas 1.

Test de contagio financiero

Para realizar el test de contagio se utilizara el método de pruebas de correlación corregidas por sesgo de heterocedasticidad. En esta primera

etapa se analizan dos períodos de tiempo; uno estable y otro de agitación posterior al evento. La metodología requiere la identificación del país de origen, en este caso Estados Unidos, y una fecha de quiebre en la que haya un *shock* que determine el paso de un período estable a un período de agitación. El *shock* en este caso es la declaración en bancarrota de Lehman Brothers el 14 de septiembre de 2008. El período estable abarca las 100 semanas anteriores al *shock* y el período de agitación comprende las cuatro semanas posteriores al mismo. Con la identificación del país de origen y de la fecha de quiebre, se procede a hallar las correlaciones entre los índices bursátiles de Estados Unidos con los índices bursátiles de las economías en las que se quiere llevar a cabo el test. Después se lleva a cabo la corrección por sesgo de heterocedasticidad:

$$P^* = \frac{P^u}{\sqrt{1 + \delta (1 - (P^u)^2)}}$$

$$\delta = \frac{\sigma_x^A}{\sigma_x^E} - 1$$

Donde P^* se refiere a la correlación corregida por heterocedasticidad, P^u es la correlación estándar, σ_x^A es la desviación estándar del país X en el período de agitación y σ_x^E es la desviación estándar del país X en período estable. Para poder comparar las correlaciones entre los dos períodos se utiliza una prueba estándar T, los coeficientes ajustados serán transformados para que se distribuyan normalmente usando una transformación Z (normal) del modo Fisher:

$$p^{xx} = \frac{1}{2} \ln \frac{1 + P^x}{1 - P^x}$$

Donde P^{xx} es el coeficiente de correlación corregido por heterocedasticidad, P^x se refiere a la correlación corregida por heterocedasticidad hallada pre-

viamente y \ln se refiere a la función de logaritmo natural. Finalmente, se realiza la prueba T que permite comparar el coeficiente de correlación ajustado y distribuido normalmente del período estable con el coeficiente de correlación ajustado y distribuido normalmente del período de agitación:

$$t = \frac{P_A^{**} - P_E^{**}}{\sqrt{\left(\frac{1}{N_A - 3}\right) + \left(\frac{1}{N_E - 3}\right)}}$$

Donde P_A^{**} es el coeficiente de correlación corregido por heterocedasticidad y transformado para el período de agitación, P_E^{**} es el coeficiente de correlación corregido por heterocedasticidad y transformado para el período de estabilidad, N_A es el número de observaciones para el período de agitación y N_E es el número de observaciones para el período de estabilidad. Las hipótesis de la prueba t será que no hay diferencia significativa entre las correlaciones (no existe contagio, sólo interdependencia de mercado, mientras que la hipótesis alternativa es que si existen diferencias significativas entre las dos correlaciones, existe contagio). Esta prueba será realizada con un nivel de confianza del 95%.

$$H_o: P_E^{**} > P_A^{**}$$

$$H_A: P_E^{**} \leq P_A^{**}$$

Con los resultados del test de contagio se construye una variable dummy que adopta el valor de 1 si hay evidencia de contagio y 0 en caso contrario. Con esta variable se ejecuta un modelo logit en el que se incluyen las variables presentes en los contagios de transmisión.

Etapas 2. Significancia de los canales de transmisión

El objetivo de esta etapa es determinar cómo afectaron los canales de transmisión en las economías de muestra en la

crisis de 2008 y analizar qué variables incrementan o disminuyen la probabilidad de contagio financiero.

Se desarrolla un modelo logit que tenga como variables dependientes aquellas que representan los distintos canales de transmisión. Para cada mecanismo de transmisión se utiliza una o más variables independientes.

- Fundamentales macroeconómicos:

Para la medición de este canal se seleccionan algunos de los factores utilizados por Eichengreen *et al.* (1997) tales como la tasa de crecimiento promedio de inflación y Producto Interno Bruto (PIB). Adicionalmente, se utiliza el índice de presión de mercado cambiario (EMP) que se construye siguiendo la metodología de Pontines y Siregar (2004). Una crisis de tasa de cambio es identificada si durante el mes de evento de la crisis, el índice excede la suma de la media del EMP y una y media veces la desviación estándar del EMP del total del período. La existencia de la crisis se representa con el valor discreto de 1 y la no existencia con el valor discreto de 0.

- Vínculos comerciales: la variable de integración comercial se mide por la suma de las exportaciones bilaterales trimestrales más las importaciones bilaterales trimestrales desde y hacia el país en crisis como porcentaje del comercio trimestral con todos los países para el trimestre anterior a la fecha del evento.

- Canal de comportamiento del inversionista: para medir el canal de comportamiento del inversionista se utiliza la clasificación de mercado de acuerdo con su grado de desarrollo. Las clasificaciones de mercado son tomadas del MSCI (Morgan Stanley Capital Investment) Market Index² y se representa como una variable discreta que toma el valor de 1 para mercados desarrollados, 2 para mercados emergentes y 3 para mercados frontera. La facilidad para entrar y salir

del mercado se mide por un índice compuesto de liquidez financiera que calcula Capital Crossborder Limited (2008). El índice de liquidez financiera es un índice compuesto de las variables monetarias, las reservas oficiales, las tasas de interés, el crédito y los flujos de capital.

- Vínculos financieros: debido a que el *Bank of International Settlements* sólo tiene información para 13 de los 31 países de la muestra en el trimestre anterior a la crisis, no resultó posible para este estudio la conformación de los índices de medición de vínculos financieros.

Con la construcción del modelo

logit, la probabilidad de ocurrencia del evento queda representada por:

$$p_{(y)} = \frac{e^{\beta x}}{1 + e^{\beta x}}$$

Donde p se refiere a la probabilidad que el evento Y ocurra. La variable dependiente es representada por Y , la cual adopta el valor de 1 cuando el evento ocurre y 0 en caso contrario.

² La clasificación de un país en uno u otro grupo se basa en tres criterios: (1) desarrollo económico, (2) tamaño y liquidez del mercado de capitales, y (3) nivel de accesibilidad para el inversor extranjero.

Cuadro 1. Variación porcentual de los retornos

País	Precio de cierre 15/09/08	Precio de cierre 17/10/08	Variación porcentual (%)
EE.UU.	1.192.7	940.55	-21.14
Austria	3.199.82	2.011.36	-37.14
Canadá	12.254.03	9.562.49	-21.96
Francia	4.168.97	3.329.92	-20.13
Alemania	6.064.16	4.781.33	-21.15
Japón	11.609.72	8.693.82	-25.12
Portugal	2.692.78	2.187.7	-18.76
Reino Unido	5.204.2	4.063.01	-21.93
Argentina	1.562.14	1.216.02	-22.16
Brasil	48.416.3281	36.399.0898	-24.82
Indonesia	1.719.254	1.399.424	-18.60
Malasia	1.031.63	905.23	-12.25
México	24.618.15	20.457.93	-16.90
España	10.899	9.655.2	-11.41
Colombia	9.556.03	7.596.25	-20.51
Perú	11.994.39	7.906.32	-34.08
Chile	2.808.74	2.433.04	-13.38
Turquía	35.081.44	25.870.17	-26.26
Tailandia	450.64	328	-27.21
Filipinas	2.536.16	2.098.26	-17.27
Singapur	2.486.55	1.878.51	-24.45
Pakistán	9.233.21	9.184.24	-0.53
Australia	4817.7	3.970.8	-17.58
Suiza	6.939.11	6.099.62	-12.10
Holanda	385.04	252.26	-34.48
R.Checa	1.236.8	842.8	-31.86
Croacia	3.255.45	2.531.73	-22.23
Kazajistán	1.690.9	912.69	-46.02
Bangladesh	2.850.166	2.918.553	2.40
Vietnam	476.76	382.51	-19.77
Hungría	19.223.14	12.928.7	-32.74

X representa el vector de variables dependientes, β representa el vector de coeficientes que acompañan a las variables independientes y ε el término de error.

Resultados

En las cinco semanas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers las economías de los países empezaron a sentir los efectos de una crisis lo cual se reflejó en la caída de los índices bursátiles. El cuadro 1 presenta los valores de cierre de los índices y la variación porcentual entre el 15 de septiembre de 2009, un día después de la quiebra de Lehman Brothers, y el 17 de octubre, 5 semanas después. Para todos los países de la muestra, a excepción de Bangladesh, los índices presentan caídas en el precio. Más aún, el promedio en la caída de los precios para los países de la muestra es del 21.66% lo que refleja que no sólo cayeron los precios sino que la caída fue bastante fuerte. Esto muestra que la crisis tuvo repercusiones a nivel mundial y parece inducir que las economías presentaron contagio financiero. Sin embargo, la caída en los precios de los índices se puede explicar también por la interdependencia de las economías, fortalecida en los últimos años por el acelerado proceso de globalización e integración de los mercados.

En el cuadro 2 aparece el resultado del test de contagio financiero, el cual efectúa una prueba T con un nivel de confianza del 95% y valor crítico de la distribución en 1.65.

El resultado principal es que, a diferencia de lo que se podría pensar inicialmente, para la mayoría de los casos, el comportamiento de los índices de mercado no es producto del fenómeno de contagio financiero sino de relaciones de interdependencia. Los resultados sugieren que las altas correlaciones experimentadas en el período de agitación es una

Cuadro 2. Prueba de Contagio Financiero

País	Prueba T	Contagio?
Austria	0.6751	n
Canadá	0.9908	n
Francia	0.3566	n
Alemania	0.6337	n
Japón	0.1441	n
Portugal	0.7357	n
Reino Unido	0.3366	n
Argentina	1.797	S
Brasil	0.3682	s
Indonesia	0.0171	n
Malasia	0.869	n
México	-0.3612	n
España	0.5566	n
Colombia	0.4576	n
Perú	1.860	S
Hungría	1.688	S
Vietnam	-0.1031	n
Bangladesh	1.732	S
Kazajistán	-0.0905	n
Croacia	1.729	S
R.Checa	0.5488	n
Holanda	0.5562	n
Suiza	0.8772	n
Australia	0.2702	n
Pakistán	-3.853	N
Singapur	0.6042	n
Filipinas	0.0655	n
Tailandia	1.754	S
Turquía	-0.2027	n
Chile	0.949	n

El resultado principal es que, a diferencia de lo que se podría pensar inicialmente, para la mayoría de los casos, el comportamiento de los índices de mercado no es producto del fenómeno de contagio financiero sino de relaciones de interdependencia.

continuación de fuertes vínculos que existen en todos los estados (estable y agitado). Del total de países de

la muestra, sólo siete presentaron fenómenos de contagio de acuerdo con test realizado. Adicionalmente, ninguna de las economías desarrolladas presenta evidencia de contagio financiero, mientras que cuatro de las doce economías emergentes sí lo hicieron. De las cinco economías fronteras evaluadas, dos resultaron con evidencia de contagio. Estos resultados parecen sugerir dos cosas: 1) el nivel de desarrollo de los mercados influye positivamente en proteger a los países de contagio financiero o 2) las economías desarrolladas están más integradas dentro del contexto global, por lo que presentan fenómenos de interdependencia. Las economías menos desarrolladas tienen mercados menos integrados internacionalmente, por lo que no tienen relaciones de interdependencia fuertes y un *shock* puede producir contagio financiero. Una vez realizado el test de contagio y con las variables dependientes calculadas, se procede a estimar el modelo logit.

El cuadro 3 revela varios aspectos a resaltar. En primer lugar, el signo de los coeficientes no es el esperado para las variables de crecimiento, inflación y nivel de comercio. Esto puede resultar contraintuitivo y parece sugerir que mayores tasas de crecimiento aumentan la probabilidad de contagio, mayores tasas de inflación disminuyen la probabilidad de contagio y que países que están más integrados con el país que origina la crisis son menos propensos al contagio. Sin embargo, una mirada más detallada a los resultados revela que en el test de contagio, cuatro de los seis países que presentaron evidencia, tuvieron altas tasas de crecimiento del PIB, superiores al 5% anual en el trimestre inmediatamente anterior a la crisis, ver cuadro 4.

Asimismo, en el caso de la inflación, los países con mayores tasas de inflación fueron los mercados frontera que no presentaron evidencia de contagio.

Cuadro 3. Regresión del modelo logit

Contagio	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf. Interval]
Crecimiento PIB	1.08994	0.6389902	1.71	0.088	-0.1624573 2.342338
Inflación	-0.5199852	0.3500345	-1.49	0.137	-1.20604 0.1660699
EPM	3.990868	3.886564	1.03	0.304	-3.626656 11.60839
Nivel de comercio	-0.2562707	0.2159751	-1.19	0.235	-0.6795741 0.1670327
Índice de liquidez	-0.0477159	0.0257653	-1.85	0.064	-0.0982149 0.0027831

Cuadro 4. Tasas de crecimiento del PIB e inflación para las economías con evidencia de contagio

País	Contagio	Crecimiento PIB	Inflación
Argentina	1.00	7.82	9.09
Bangladesh	1.00	6.00	8.39
Croacia	1.00	3.40	6.55
Hungría	1.00	2.17	6.78
Perú	1.00	11.70	5.53
Tailandia	1.00	5.22	7.50

A saber, Kazajistán (19.53%), Pakistán (19.34%) y Vietnam (24.52%). En cuanto al signo que acompaña los niveles de comercio, este resultado concuerda con los hechos por Gavron y Collins (2004) y se explica porque aquellos países más integrados comercialmente con el país origen de una crisis presentan fenómenos de interdependencia.

El signo de los coeficientes que acompañan a las variables EPM, índice de liquidez de mercado y clasificación de mercado es el esperado. Los resultados sugieren que presiones sobre la moneda aumentan la probabilidad de contagio. Facilidad para entrar y salir al mercado disminuye la probabilidad de contagio. Intuitivamente se expresa la idea de que los mercados menos

desarrollados, con mayores barreras de entrada, suelen ser ineficientes y propensos al contagio financiero. Esto concuerda con el signo de la variable de clasificación de mercado, el cual implica que los mercados menos desarrollados tienen más probabilidad de sufrir contagio financiero.

Con respecto a la significancia de las variables explicativas, el crecimiento del PIB y el índice de liquidez financiera son las únicas variables significativas con un nivel de significancia del 10%.

Para evaluar el cambio en la probabilidad de contagio, se recurre a la regresión por el método de *marginal effects* (cuadro 5), ya que los coeficientes de la regresión inicial no pueden ser interpretados más que en el signo. La interpretación de los coeficientes es la usual para los casos de estimaciones no lineales en modelos de probabilidad. Para las variables expresadas en porcentaje, el aumento en un 1% en la tasa de crecimiento implica un aumento en la probabilidad de contagio de β_i unidades. Para la variable discreta EPM, la presencia de presión en el mercado de tasa de cambio genera un aumento en la probabilidad de contagio de 0.54 unidades. En el caso de la clasificación de mercado, a medida que es menos desarrollado aumenta la probabilidad de contagio en 0.031 unidades.

Cuadro 5. Efectos marginales de las variables en la regresión Logit


Variable	dy/dx	Std. Err.	z	P>z	[95% C.I.]	X
Crecimiento PIB	0.0328667	0.04306	0.76	0.445	-0.051526 0.117259	3.73408
Inflación	-0.0156799	0.02444	-0.64	0.521	-0.063579 0.032219	6.16677
EPM	0.5405711	0.90045	0.6	0.548	-1.22428 2.30542	0.074074
Nivel de comercio	-0.0077277	0.0077	-1	0.315	-0.022815 0.00736	13.6268
Índice de liquidez	-0.0014389	0.0023	-0.63	0.531	-0.005946 0.003068	58.6859
Clasificación de mercado	0.03137	0.06926	0.45	0.651	-0.104381 0.167121	1.62963

Conclusiones

El estudio muestra cómo las economías estudiadas sí se vieron afectadas por lo sucedido en Estados Unidos, aumentando los lazos medidos a través de la correlación entre los principales índices bursátiles de cada país. Sin embargo, esto por sí sólo no es constituyente de la existencia de contagio financiero, pese a que la correlación entre éstos aumentó. Esta magnitud es sobrestimada por la volatilidad del mercado, llevando a que potencialmente se tengan conclusiones erradas.

Al corregir por heterocedasticidad, los resultados empíricos mostraron que sólo siete de las treinta economías evaluadas sufrieron contagio; las demás se vieron afectadas por un fenómeno de interdependencia de mercado producto de la fuerte globalización en las economías.

Los países que presentan evidencia de contagio financiero corresponden a economías emergentes o frontera. El 66% de los países de la muestra con evidencia de contagio presenta niveles de crecimiento del PIB superiores al 5%.

No es de extrañar que se encuentren resultados contra intuitivos debido a que las economías más desarrolladas suelen estar más integradas dentro de la economía global, haciendo que presenten interdependencia en lugar de contagio. Del mismo modo, economías históricamente rezagadas (mercados emergentes y frontera) presentan tasas de crecimiento más altas, oportunidades de rentabilidad mejores para los inversionistas y crecientes fenómenos de apertura en el comercio y mercado de capitales. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arestis Ph. Caporale G. M., Cipollin A., Spagnolo N. (2005), "Testing for Financial Contagion Between Developed and Emerging Markets During the 1997 East Asian Crisis", *International Journal of Finance and Economics*, 10, págs. 359-367.
- Baig T., Goldfajn I. (1999), "Financial Market Contagion in the Asian Crisis", *Ilán; Review of International Economics*, v. 10, págs. 92-112.
- Boschi M. (2005), "International Financial Contagion: Evidence from the Argentine Crisis of 2001-2002", *Applied Financial Economics*, 15, págs. 153-163.
- Collins D. y Gavron S. (2004), "Channels of Financial Market Contagion", *Applied Economics*, 36, págs. 2461-2469.
- Dungey M., Fry R. y Martín V. (2006), "Correlation, Contagion, and Asian Evidence", *Asian Economic Papers*, 5:2.
- Eichengreen, B. J, Rose A. y C. Wyplosz, (1997). "Contagious Currency Crises", *Scandinavian Journal of Economics* 98. 463-484.
- Edwards (1998), "Interest Rate Volatility, capital controls, and Contagion, *NBER Working Paper* 6756.
- Forbes J. K., Rigobon R. (2002), "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements", *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No 5, págs. 2223-61.
- Hamao, Y., Masulis R. W., y V.NG (1990), "Correlations in Price Changes and Volatility Across International Stock Markets," *The Review of Financial Studies*, Vol. 3, 281-307.
- Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1998) On Crises, Contagion, and Confusion, *Journal of International Economics*, 51, 145-68.
- Kaminsky L. G., M. C. Reinhart y Vegh C. A., (2003). "The Unholy Trinity of Financial Contagion", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Number 4, págs. 51-74.
- King A. M. y Wadhwani S. (1990), "Transmission of Volatility Between Stock Markets, *Review of Financial Studies* 3, 5-33.
- Kodres L. E., y Pritsker M. (2002), "A Rational Expectations Model of Financial Contagion, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No 2, págs. 768-99.
- Kodres L. E. (2008), "Una crisis de Confianza... y mucho más", *Boletín Del FMI*, Finanzas & Desarrollo.
- Lee, S. B. y K. J. Kim. (1993), Does the October 1987 Crash Strengthen the Co-movements Among National Stock markets? *Review of Financial Economics*, 3(1):89-102.
- Longin, F., y Solnik, B. (1995). Is the correlation in International Equity Returns Constant: 1960-1990. *Journal of International Money and Finance*, 14(1), 3-26.
- Nurske, R. (1944), *International Currency Experience*. League of Nations.
- Pontines V., Siregar R. (2004), "The Yen, The US Dollar and The Speculative Attacks Against the Thailand Baht", *Centre for International Economic Studies Working Papers*.
- Sojli E. (2007), "Contagion in Emerging Markets: The Russian crisis", *Applied Financial Economics*, 17, págs. 197-213.
- Soros G. (2008), "El nuevo paradigma de los mercados financieros. para entender la crisis económica actual".
- Uribe R. C. (2009), "El contagio financiero en las economías emergentes: El caso de la crisis hipotecaria norteamericana de 2008". *Memorias de Grado Facultad de Economía Universidad de los Andes*.
- Van Rijckeghem C. and Weder B. (2001), Sources of Contagion: is it Finance or Trade?, *Journal of International Economics*, 54, 293-308.
- Villar F. O., Vayá E. (2005), "Financial Contagion between Economies: an Exploratory Spatial Analysis", *Estudios de Economía Aplicada*, Vol. 23 -1, págs. 151-165.

Data marketing

en la administración de la cartera vencida

No hay tallas únicas

Ignacio Durán *



La industria de la cobranza ha permanecido ajena a los conceptos actuales de mercadeo que a gritos han recomendado a las empresas y a sus marcas, que escuchen más y hablen menos. Los consumidores ya no están, como antes, esperando recibir mensajes para tomar decisiones. Cada vez es más importante ajustar productos y servicios a las particularidades de cada quien y la tecnología ha sido uno de los aliados más importantes para facilitar administración de procesos de individualización que antes resultaban imposibles de administrar eficientemente, dentro de costos razonables. Hoy en día la productividad

está ligada a la utilización eficiente de la tecnología para capturar información y transformarla en conocimiento que permita implementar mejoras significativas y continuadas. La industria de cobranza no está capturando -como podría- todo el valor que obtendría de un adecuado manejo de la información. Una primera etapa es utilizar la información para segmentar clientes y ofrecerles productos y modelos de servicio diferenciados. Quienes acepten el reto mejorarán sus resultados.

El objetivo de este artículo es invitar a la reflexión sobre la importancia que tiene reconocer que los individuos con créditos en mora también tienen características, intereses y comportamientos diferenciados y cómo este pensamiento debe alejarnos de un modelo estandarizado y predeterminado en la cobranza de créditos de cartera castigada, para acercarnos a uno con mejores niveles de recuperación.

En la primera parte del artículo se expone y argumenta la importancia de la utilización de data marketing de forma continua durante todas las etapas del ciclo de crédito (originación, mantenimiento y recuperación). En

la segunda parte se introduce el concepto de segmentación fundamentada en datos como estrategia de gestión y, para finalizar, se presentan ideas sobre las capacidades principales requeridas para ser efectivo en data marketing en la recuperación.

El marketing debe ser continuo durante el ciclo de crédito

El proceso de originación de créditos de consumo se ha sofisticado enormemente en la región. Con el objetivo de aumentar el valor del cliente en el tiempo (*customer life time value*) manteniendo niveles adecuados de riesgo a lo largo de todo el proceso, hoy en día los bancos identifican clientes potenciales a partir del cruce de diversas fuentes de información, para luego adelantar procesos de vinculación y posteriormente de revisión

* Vicepresidente de Inteligencia y Desarrollo en Refinancia, en colaboración con Elisa María Madrián, Gerente de Mercadeo de Refinancia, y Kenneth Mendiwelson, Presidente de Refinancia. E-mail: iduran@refinancia.co.

de cupos, campañas de “*cross selling*” o “*up selling*” de nuevos productos y servicios. Se efectúa un permanente seguimiento al comportamiento de los clientes para identificar cuándo hay posibilidades de deserción. La banca ha aprendido a acercarse cada vez más a sus clientes mediante el registro ordenado de información demográfica, análisis del comportamiento de pago y seguimiento de patrones de utilización de productos activos y pasivos, entre otros. El modelo está orientado a conocer y rentabilizar en el largo plazo la relación con las distintas tipologías de clientes. Sin embargo, una vez presenta incumplimiento en sus pagos, esa dinámica comienza a debilitarse. Las necesidades para satisfacer en las diferentes etapas del ciclo de crédito cambian de acuerdo con muchas otras variables y su entendimiento es indispensable para facilitar el diálogo con el cliente, donde el modelo de servicio, el producto y el mensaje necesariamente deben ajustarse a cada nueva realidad, soportados en el análisis permanente de la información histórica recopilada y administrada. En la etapa de la cobranza, la diferenciación por tipologías de cliente aún se mantiene para moras tempranas

y se orienta de acuerdo con los pronósticos que arrojan los *scores* especializados. Pero a medida que incrementa la altura de mora, los procesos se hacen más homogéneos y el aprendizaje adquirido en meses o años de relación, se deja a un lado. Cuando ya la obligación exige una provisión al 100% para ese cliente antes considerado como único, el modelo operativo cae en un estándar donde las únicas variables que orientan el proceso de recuperación son el saldo, la altura de mora y, en caso de existir, el avance del proceso jurídico.

Cobranza tardía: pérdida de identidad y de continuidad en la relación

La práctica común para recuperar cartera castigada es seguir un proceso de rotación sucesiva entre casas de cobranza con horizontes de gestión predefinidos. El principio fundamental que se utiliza es imponer un horizonte predefinido para la rotación, lo cual conduce a orientar la gestión hacia los casos que generen mayor posibilidad de recuperación. Si bien es cierto que este enfoque tiene alguna validez, por definición elimina del espectro a

los clientes cuya situación financiera requiera un plazo de financiación que exceda ese período acordado o, a aquellos que tengan expectativas de recuperar su capacidad financiera más allá de ese horizonte de gestión definido. Aunque es factible argumentar que estos clientes se podrían incorporar al proceso de recuperación en iteraciones subsiguientes del modelo de rotación, vale la pena preguntarse si estas iteraciones entre casas de cobranza estarían deteriorando la predisposición del cliente a llegar a una solución. Y es que el hecho de que el cliente no esté listo para pagar hoy, no significa que no lo esté en el futuro, pero este pensamiento va en contravía del esquema tradicional de rotación, el cual hace casi imposible que se construya una relación en la que se respeten los tiempos que requiere el deudor para cumplir con su obligación. ¿No resulta entonces más conveniente entender la situación de cada uno de los clientes y, de esa manera, definir el proceso de recuperación como la intervención en una serie de poblaciones con distintos horizontes esperados? Para establecer a qué población pertenece un cliente específico se deben considerar, entre otras, variables demográficas como edad, nivel educativo

Cuadro 1. La relación desarrollada con base en la cercanía al cliente se debilita con la cobranza

	Selección	Adquisición	Desarrollo	Retención	Cobranza
Actividades típicas	<ul style="list-style-type: none"> • Prospectación de listas • Valorización de riesgo • Preaprobación de productos 	<ul style="list-style-type: none"> • Contacto multicanal • Diligenciamiento información vinculación con interesado • Entrega producto o portafolio 	<ul style="list-style-type: none"> • Seguimiento comportamiento activo / pasivo • Ofertas <i>cross-sell</i> • Oferta <i>up-sell</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Atención diferenciada de propuesta • Manejo de retención (churn) • Incentivos diferenciados (premios, servicios) 	<ul style="list-style-type: none"> • Seguimiento a la obligación no al cliente • Procesos de acoso progresivo con múltiples entes • Manejo judicial
Productos finales	<ul style="list-style-type: none"> • Bases de datos con clientes segmentados y filtrados por riesgos 	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevos clientes vinculados 	<ul style="list-style-type: none"> • Cliente rentabilizado (<i>customer lifetime value</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • Cliente rentable y fidelizado 	<ul style="list-style-type: none"> • Cliente despersonalizado • Cliente distanciado

y situación laboral; comprender su situación con el sector financiero en general; precisar su comportamiento previo a la mora; y entender la importancia de la obligación analizando su portafolio de deudas. Esta metodología evita una sucesión de interacciones con contrapartes diferentes que termina por desgastar innecesariamente el proceso de negociación. Al establecer previamente el horizonte donde el cliente considera que puede cumplir con un acuerdo, debe ser más fácil obtener una mejor negociación.

La administración de cobranzas requiere de un manejo riguroso de la información proveniente de diferentes fuentes, todas ellas relevantes para su análisis:

necesaria, pues influye directamente en la eficiencia de la localización y la productividad en el cierre de negocios. La localización es el elemento de mayor importancia en la cadena de valor, pues los clientes localizados son la materia prima para las siguientes etapas del proceso. En la medida en que se logre identificar aquellos con mayor posibilidad de localización, será posible orientar los esfuerzos aumentando la eficiencia de la gestión. De igual forma, en la medida en que sea posible establecer el valor esperado de recuperación (función de la posibilidad de localización, la posibilidad de recuperación y el monto a recuperar), será más fácil

gresivo de concentración de riesgo de baja recuperación en el tiempo.

Generalmente los sistemas de incentivos se definen como una función del recaudo efectivo, pero no en función del valor esperado de recuperación de la cartera. Esta definición es coherente únicamente para un escenario de rotación sucesiva en el que se hace necesario plantear esquemas que premien la recuperación a corto plazo, pues los horizontes de trabajo normalmente son inferiores a seis meses. Con sistemas de incentivos enfocados al resultado de corto plazo y la asignación indiferenciada de carteras, se genera un proceso de discriminación progresiva que reduce las posibilidades de recuperación efectiva de la cartera en el tiempo. Los agentes —que buscan optimizar su compensación— se enfocan en casos de fácil ubicación, con saldos bajos que se puedan resolver en plazos cortos y terminan por postergar en el tiempo los casos de más difícil ubicación, los de mayores saldos y de menos predisposición a pagar.

El desarrollo de una herramienta de segmentación avanzada requiere de un gran volumen de datos históricos representativos y de la habilidad para administrarlos a través de modelos que predigan comportamientos esperados en diferentes tipologías de clientes, teniendo en cuenta variables como saldo, altura de mora, tipo de producto y originador. El uso de este tipo de herramientas no es característico de esta industria, pero ofrece la posibilidad de diseñar metas de recaudo en función de la recuperación, establecer la especialización ideal de los agentes, definir incentivos diferenciados y diseñar productos a la medida. En la medida en que las empresas dedicadas a la recuperación comiencen a preocuparse por entender los elementos demográficos y de comportamiento que motivan el pago, les será posible desarrollar modelos de segmentación basados en el comportamiento esperado de cada tipología de deudor y todas estas

Los modelos predictivos que apoyan el proceso de crédito en sus distintas etapas se enriquecen con la información que se genera permanentemente, la cual se recicla para perfeccionar los modelos y hacer cada vez más productivos los procesos.

data entregada por el originador al momento de la cesión, data registrada durante el proceso de negociación y data histórica de perfiles de clientes con características similares. Los modelos predictivos que apoyan el proceso de crédito en sus distintas etapas se enriquecen con la información que se genera permanentemente, la cual se recicla para perfeccionar los modelos y hacer cada vez más productivos los procesos. El conocimiento que resulta de los procesos de recuperación debe también ser valorado y utilizado para fortalecer y enriquecer los modelos de originación.

Segmentación como estrategia de gestión

La segmentación es tan útil como

determinar la inversión factible en localización, de tal forma que se genere valor en dicho esfuerzo. Por consiguiente, segmentar la población por su probabilidad de localización y, posteriormente, adecuar procesos a la recuperación esperada, apoya la eficiencia en la gestión y la productividad de la fuerza comercial, comparada con una asignación aleatoria de casos. En la recuperación de créditos de consumo castigados es común encontrar que los portafolios se asignan a cada uno de los agentes recuperadores sin tener en cuenta los saldos, la altura de mora y el tipo de producto con el que el cliente entró en mora. En la medida en que esta asignación se defina como una de cantidad de casos indiferenciados por asesor, existe el riesgo de crear las bases para fomentar un proceso pro-

definiciones deben resultar apoyando naturalmente la disminución de la volatilidad y la concentración del riesgo de baja recuperación, la distribución eficiente de los costos, la mejora de la eficiencia en la recuperación y un menor desgaste del cliente.

El precio tiene su momento

A pesar de la sofisticación alcanzada en los últimos años en los procesos de originación de crédito de consumo, se siguen presentando casos de clientes morosos a causa de una originación inadecuada. Pero la gran mayoría de los casos sin duda son resultado de circunstancias extraordinarias que afectan el manejo financiero de los individuos, como lo son la pérdida del empleo, enfermedades, quiebras, disolución de sociedades conyugales, estafas y, en algunos casos, desconocimiento de las consecuencias de acciones bien intencionadas en favor de terceros.

Afortunadamente hoy en día los deudores son más conscientes de que tener el respaldo de una buena historia crediticia es importante pues en la última década, el país pasó de percibir a las centrales de información como listas negras que sólo eran útiles para bloquear el crédito, a entenderlas como herramientas requeridas para validar el carácter de las personas a quien se les va a otorgar un crédito.

Independientemente de la causa del incumplimiento, se puede afirmar que gran parte de quienes enfrentan problemas crediticios son personas que demuestran una evidente voluntad para lograr algún tipo de acuerdo de pago, a sabiendas de que esto les mejora la posibilidad de volver acceder a créditos con el sector financiero y empresas de servicios, lo que representa un aliado para hacer realidad sus aspiraciones.

En el caso de las empresas dedicadas a la recuperación de carteras, el verdadero reto es determinar cuándo es el momento adecuado para buscar dicho acuerdo de pago. El enfoque tradicional de la industria es presentar ofertas de forma sucesiva y en distintos momentos, hasta encontrar aquella que por sus características -financieras, por presión jurídica o por el simple cansancio- lleven al deudor a conciliar. El proceso conlleva un desgaste continuo pues la lógica del modelo resulta en niveles de condonación incrementales.

Cuando es posible conocer las con-



diciones bajo las cuales se originó el incumplimiento, se cuenta con información demográfica adecuada, se conoce la situación histórica de hábitos de pago y la situación del deudor ante el sector financiero en general, se hace más fácil predecir el valor posible de recuperación de cada individuo. En estas condiciones es mucho más productivo el proceso de negociación, pues se establece un piso que evita el desgaste de ofertas sucesivas en el tiempo y el incentivo para la gestión del asesor es generar valor por encima de esa base definida para cada deudor. Así, la condonación continúa siendo un argumento completamente válido y estándar en la industria, pero su éxito depende de un uso inteligente y asertivo que determine el valor adecuado

en el momento adecuado, sobre todo cuando entendemos que el precio no es igualmente percibido por todos los clientes. En esta instancia, vuelve a ser indiscutible la necesidad de contar con bases de datos ricas en información y la capacidad para generar modelos que permitan establecer un piso de negociación para cada quien.

Productos ajustados a la realidad del cliente

Si el proceso de recuperación de una cartera se concibe como el resultado de intervenciones en una serie de poblaciones con horizontes de recuperación diferentes, esta definición necesariamente resulta en el diseño de productos que reconozcan las diferencias de cada población. La oferta de un mismo producto -nivel de descuento para pago inmediato arroja soluciones subóptimas para aquellos individuos que no están en condiciones financieras para atender una propuesta de pago de contado y termina por empujarlos hacia una disminución evidente en su intención de pago, cuando en realidad lo que se presenta es una situación de incapacidad financiera puntual para aceptar la oferta recibida.

Por eso, entender la situación del cliente y saber anticipar su horizonte esperado de recuperación requiere de un énfasis en el diseño de productos ajustados a esa realidad. La creación de “puentes” (a través de productos y servicios) para construir y mantener el vínculo con cada individuo, inicia en el momento en que el cliente es ubicado y se extiende hasta que recupere la capacidad financiera para atender sus obligaciones.

Bajo estos parámetros, el portafolio de productos debe contemplar soluciones a varios plazos, así como incorporar mecanismos de manejo de cuotas de

amortización diferentes que mantengan el vínculo con el cliente, mientras recupera su capacidad de pago; premiar el buen comportamiento con incentivos explícitos inherentes a la definición misma del producto; y fomentar y reconocer la importancia del apoyo proveniente de familiares y amigos en su camino hacia la recuperación. Todas estas consideraciones son posibles en la medida en que existan grandes volúmenes de datos y, más importante aún, la intervención analítica sofisticada sobre los mismos, pues el proceso de diseño debe contemplar las etapas de pilotaje y ajustes para luego implementar lo aprendido en grandes poblaciones. La diversidad en la oferta de productos exige inversión en aplicativos altamente flexibles y robustos, que se verá compensada en una recuperación más productiva.

Modelos de servicio diferenciados

Cuando en la industria de recuperación de créditos vencidos se admite que es relevante entender las características de cada cliente para adecuar precio y productos a las mismas, necesariamente se evoluciona de un modelo

transaccional a uno relacional donde se afecta no sólo producto y precio, sino el esquema de contacto y negociación, para que definitivamente estén condicionados a las características particulares de cada individuo. Es decir, un cambio de paradigma que conlleva modificar el modelo de servicio y los procesos concomitantes. Actualmente, la variable que define en buena medida la lógica de diferenciación de procesos y el modelo de servicio a utilizar es el saldo de la obligación. Y por más atractivo que parezca un esquema personalizado, es indiscutible que resulta excesivamente costoso para recuperar saldos bajos. Por ejemplo, en ocasiones no es rentable invertir en la localización de clientes de saldos bajos pues no se estaría generando valor en el proceso; coloquialmente se podría afirmar que resulta “más caro el collar que el perro”.

Para clientes con saldos bajos se impuso la tendencia de atenderlos bajo modelos transaccionales bastante parecidos a modelos operativos de la industria de *call centers*: se alimentan grandes bases de datos de deudores y se programan llamadas mediante tecnologías de marcación predictiva, pues hay suficiente materia prima

para alimentar líneas de producción y soportar un desperdicio alto de clientes que no se pueden contactar.

Pero el proceso para definir el modelo de servicio debe poner en perspectiva muchas más variables, más aun cuando se adopta una filosofía de conocimiento del cliente. En la medida en que al valor esperado de recuperación de un cliente se le descuenta el valor presente de los costos esperados (a una tasa de descuento acorde con el riesgo en cuestión) y se obtenga un resultado positivo, estaríamos hablando de generar valor.

En la determinación de un modelo se incorporan tres elementos principales que solo pueden ser soportados por datos y capacidad de análisis:

- **Modelo de contacto:** comprende todas las actividades necesarias para lograr un contacto directo con el titular de la deuda, las cuales comienzan con la determinación de canales de contacto; comunicación escrita por medio físico (que puede ir desde una sencilla carta hasta un folleto elaborado); comunicación escrita por medios electrónicos (SMS o E-mail); comunicación verbal por medios personalizados (llamada individual) o masivos (grabaciones automáticas o IVRs). Es posible combinar distintos canales en función del costo eficiencia resultante.

Con bastante frecuencia, el nivel de información entregada por el originador no es suficiente para establecer contacto con el deudor y esto implica la búsqueda de fuentes alternas como bases de datos de centrales de información, páginas de Internet, llamadas a referentes y familiares, consulta de redes sociales, visitas a domicilios registrados e, inclusive, acudir a la contratación de investigadores privados. Cada uno de estos recursos tiene costos asociados que se deben contrastar contra los beneficios esperados, para determinar si realmente generan valor.

Cuadro 2. El cambio en filosofía de segmentación conlleva cambios en el modelo de servicio

	Segmentación Características Portafolio	Segmentación Características Obligaciones	Segmentación Características Demográficas	Características Cliente Predictivas
Variables críticas	<ul style="list-style-type: none">• Saldo promedio portafolio• Mora promedio	<ul style="list-style-type: none">• Rango según saldos• Rango según altura de mora• Tipo de producto• Capacidad originador	<ul style="list-style-type: none">• Características obligaciones• Variables demográficas deudor-edad, sexo, educación	<ul style="list-style-type: none">• Comportamiento esperado:<ul style="list-style-type: none">- Características obligaciones- Variables demográficas- Comportamiento con el sector- Comportamiento en negociación
Modelo de servicio	<ul style="list-style-type: none">• Atención física• Asignación casos indiferenciados• Asesores integrales localizan, negocian, mantienen• Seguimiento orientado al recaudo y productividad operativa• Metas por grupo de clientes	<ul style="list-style-type: none">• Atención física• Asignación casos menos volatilidad por rango• Asesores diferenciados según segmento• Seguimiento orientado a recaudo y productividad de resultados• Metas por segmento	<ul style="list-style-type: none">• Atención física• Asignación casos menos volatilidad por rango - menos volatilidad• Asesores diferenciados según segmento• Seguimiento orientado a recaudo y productividad de resultados• Metas por segmento	<ul style="list-style-type: none">• Atención electrónica/física• Asignación casos según perfil deudor/asesor• Asesores especializados según comportamiento esperado• Seguimiento orientado a recaudo uno a uno y productividad individual.• Metas por cliente particular (valor generado)

- **Modelo de negociación:** incluye las actividades requeridas para llegar a una negociación entre las partes, más aquellas que den soporte al proceso para garantizar su debido registro. El espectro de posibilidades incluye la definición de canales posibles de servicio, la asignación de agentes especializados, la utilización de medios electrónicos como IVR o Internet o el intercambio de comunicaciones físicas, por ejemplo.

También es necesario definir las políticas de manejo y el tipo de productos que se pueden ofrecer a cada categoría de clientes. Incluso, en mercados más desarrollados, se define la asignación de casos a los agentes de tal forma que se mejore la recuperación esperada. Y cuando los argumentos económicos lo ameriten, se debe pensar en investigar la capacidad patrimonial del deudor y entablar un proceso judicial que facilite la recuperación.

- **Modelo de seguimiento:** cuando al cliente se le ofrece una solución a plazos, se hace necesario apoyarlo continuamente para procurar que cumpla de forma adecuada con su obligación. Los procesos y herramientas de recordación se deben ajustar a las características de pago esperadas de cada quien, pues no tiene sentido invertir los mismos recursos en un cliente que paga disciplinadamente, versus otro cuyos pagos son irregulares o alguno que tenga alta posibilidad de incumplir.

Es evidente que procesos de este tipo son supremamente difíciles de diseñar y administrar por la alta dependencia de información muy precisa y de una fuerza de recuperación debidamente entrenada en la utilización de este tipo de herramientas.

Capacidades para ser efectivo en data marketing

¿Cómo hacer para precisar qué factores de precio, producto y servicio son

los que realmente agregan valor en cada categoría o segmento para buscar un nivel de recuperación superior al que se obtendría brindando un tratamiento similar a todos los deudores? La respuesta la tienen otras industrias como la de bienes de consumo masivo, donde se estructuran permanentemente campañas para lograr un proceso de aprendizaje continuo acerca de la oferta de valor y la respuesta del cliente ante el incentivo, probando productos, mensajes, servicios, entre otros. El manejo de campañas de mercadeo requiere de un montaje industrial donde la información es la materia prima para generar conocimiento que eventualmente se traduzca en mejoras de productividad.

Experimentación y aprendizaje

En un ejercicio de recuperación, la oferta de valor al cliente está representada por los productos y el modelo de servicio definido. Los atributos de unos y otros inciden en la velocidad y posibilidad de cierre, por ejemplo:

- **Atributos del producto:** precio, forma de pago, requisitos para la formalización, impacto en reporte a centrales de información.
- **Atributos del modelo de servicio:** canales de comunicación, tono y frecuencia de la comunicación, capacidad de los asesores, instalaciones físicas, procesos de servicio al cliente, sistemas y facilidades para el pago, modelos y mecanismos de apoyo.

En la medida en que se entienda y mida el impacto de modificar alguno de estos factores, se pueden ajustar características de los productos o del modelo de servicio. El beneficio del aprendizaje continuo es indudable, pero debe seguir tres etapas:

- **Manejo de campañas:** las campañas sirven para entender la reacción de los clientes a estímulos sobre

algunos de los atributos, bajo un ambiente controlado. En el desarrollo de una campaña se llevan a cabo cinco pasos:

- **Planeación:** definición de hipótesis e indicadores a impactar, definición de grupos objetivo, determinación de grupo control y grupo experimental.
- **Diseño:** identificación precisa de casos a intervenir; construcción de bases de datos; equipos asignados; estrategia de comunicación, horizonte de intervención, mecanismos de seguimiento; interferencia con operación regular (si la hay); metas previstas.
- **Ejecución:** revisión de sistemas IT previstos; entrenamiento; Elaboración de piezas de comunicación; lanzamiento.
- **Medición:** captura de información transaccional detallada de forma ordenada y con la calidad adecuada.
- **Análisis:** integración de la información y análisis a profundidad para validar hipótesis y cumplimiento de metas previstas.

- **Ejecución de pilotos:** a la luz de los resultados de la campaña, se establece la validez de las hipótesis y su viabilidad financiera -ingresos y costos marginales asociados- para proceder a diseñar un piloto que pruebe en un ambiente real lo que se observó en campaña. El piloto se adelanta bajo criterios de diseño experimental de tal forma que los resultados obtenidos tengan validez estadística.

- **Roll-out organizacional:** cuando los pilotos resultan favorables, se planea el *roll out* a toda la organización. Según las características del cambio propuesto, se establece la metodología y velocidad de adopción por parte de la organi-

zación. La modificación puede ser tan elemental como una simple comunicación o puede llegar a requerir un plan de entrenamiento por etapas para distintas áreas de la organización.

Administración de datos masivos y capacidad analítica

La rigurosidad en la captura y análisis a profundidad de información cuantitativa y cualitativa sobre el comportamiento y reacciones del cliente en diferentes momentos y canales a los que están expuestos cuando entran en contacto con el modelo de atención, es fundamental. Para crear conocimiento es indispensable contar con información adecuada.

Los procesos de aprendizaje permanente descritos anteriormente requieren un soporte tecnológico para asegurar su administración eficiente. Los sistemas transaccionales deben alimentar de forma organizada las bases de datos, estableciendo procedimientos que garanticen su calidad a partir del momento de captura, transformación en información y, por último, su almacenamiento en grandes repositorios. La administración de campañas requiere de un registro organizado de los estímulos a los clientes y las interacciones con éstos últimos—existen paquetes de *software* diseñados para este fin—. La diversidad en la oferta de productos exige inversión en aplicativos altamente flexibles y robustos, que se verá compensada en una recuperación más productiva.

La información *per se* no crea conocimiento. Éste resulta del análisis profundo y detallado de la primera y para ello es necesario contar con un equipo calificado que conozca el negocio y sea capaz de aplicar de manera inteligente, herramientas estadísticas de todo tipo para convertir la información en el principal activo de la empresa.

Sólo compañías comprometidas con un proceso de creación permanente de

conocimiento, con la escala para recopilar y manejar grandes volúmenes de información y soportar equipos de análisis, pueden ser exitosas en este proceso de creación de conocimiento a partir de la información.

Para que un enfoque de segmentación tenga éxito, se deben manejar las carteras bajo una visión de portafolio que permita la gestión en un horizonte de tiempo superior a los que típicamente se trabajan bajo el modelo de recuperación existente. Con la óptica de portafolio, las poblaciones maduras para recuperación temprana generan el flujo al inicio del ciclo de recuperación, mientras se perfilan otras poblaciones de maduración más tardía y se ajustan las estrategias correspondientes. La mayor generación de valor lograda


a partir de un modelo de segmentación adecuadamente administrado resulta en una mejor recuperación y en mejores niveles de precio a largo plazo para quienes venden cartera.

A lo largo de este escrito se presentaron argumentos para sustentar el hecho de que existen grandes posibilidades de generar valor en la recuperación de carteras castigadas a partir de la captura de información y generación de conocimiento. Reconocer que el esfuerzo de perfilar más precisamente a los clientes y ajustar la oferta de productos y el modelo de servicio a esas características resulta en mejores y más estables niveles de recuperación, requiere, por un lado, de importantes inversiones en plataformas tecnológicas y equipos con habilidades analíticas y, por otro lado, contar con la escala para generar y asegurar los volúmenes de información necesarios. Desligarse del conocimiento adquirido sobre el cliente y permitir que este



Existen grandes posibilidades de generar valor en la recuperación de carteras castigadas a partir de la captura de información y generación de conocimiento.

enfoque estandarice los procesos deja de ser una opción para las entidades financieras. Diseñar estrategias a partir de alturas de mora y saldos vencidos ya no asegura el éxito de la gestión.

Las empresas en la región que se impongan el reto de acercarse al cliente mediante esquemas de segmentación cada vez más precisos que abarquen productos y modelos de servicio diferenciados están llamadas a obtener mejoras significativas en la productividad y los resultados. Implementar estas prácticas en la administración de grandes volúmenes de cartera y, por ende, de información, resulta en la captura de valor que permite ofrecer procesos de gestión realmente eficientes. Y en la medida que operen bajo principios de segmentación, más asertiva será la predicción del comportamiento de sus clientes y mejor el beneficio percibido en el largo plazo. 

Cumplimiento de metas de **crecimiento y desempleo**

¿Qué nos dice el balance de los últimos veinte años? *

Por mandato constitucional, cada nuevo gobierno está obligado a plasmar en un Plan Nacional de Desarrollo (PND) los lineamientos estratégicos de sus políticas públicas. Algunos elementos del PND todavía destilan influencias de las economías centralmente planificadas de los años sesenta, pero trazarse metas cuantificables de mediano y largo plazo puede resultar un ejercicio provechoso para el país en la medida en que “nos tomemos la lección” con cierta frecuencia. Los cumplimientos deberían llamarnos a replicar esas buenas prácticas y a diagnosticar las fuentes de error e inmediatas correcciones.

Como veremos, en muchas ocasiones estos balances no se hacen objetivamente, pues simplemente se recurren a métricas de ejecución de gasto, pero no de alcance de los objetivos socioeconómicos. Han tendido a prevalecer las autoevaluaciones, tipo “Sinergia-DNP”, que con frecuencia devienen en autoelogios, lo cual poco sirve a la hora de distinguir los buenos deseos (...los sueños) de las realidades y sus complejidades.

A este respecto, cabe recordar los resultados del balance reciente que

adelantó Anif sobre los legados y lastres de la Administración Uribe I y II (2002-2010) y los desafíos que le dejaban a la Administración Santos. Allí vimos que la Administración Uribe obtuvo una calificación promedio relativamente pobre (5.1/10) frente a las excelentes autocalificaciones emanadas de Sinergia-DNP (95/100), ver *Informe Semanal* No. 1058 de enero de 2011. Sin embargo, al usar nuestro Índice de Sufrimiento Macroeconómico (ISM= inflación + desempleo – crecimiento económico) vimos que Uribe II obtenía el segundo mejor desempeño histórico, siendo superado únicamente por la Administración Lleras Restrepo (1966-1970), ver *Informe Semanal* No. 1074 de mayo de 2011.

Lo que haremos en esta nota es profundizar sobre los aspectos de crecimiento y lucha contra el desempleo de cada gobierno del período 1990-2010. A continuación presentaremos los resultados obtenidos al usar métricas sencillas donde se comparan las metas trazadas en cada PND y los resultados obtenidos a lo largo de cada administración. Como veremos, el mejor desempeño combinado en cre-

cimiento y lucha contra el desempleo lo obtuvo la Administración Uribe I (2002-2006), donde la suma de las brechas en crecimiento-desempleo sumaron un 1.4% (indicando que su sobredeempeño en crecimiento más que compensó su rezago en reducir el desempleo a los niveles propuestos en su PND). El segundo mejor desempeño lo obtuvo la Administración Gaviria (1990-1994), donde se equilibraron dichas brechas crecimiento-desempleo. El peor registro aparece en cabeza de Samper (1994-1998), donde el balance de dichas brechas resulta no sólo negativo, sino que asciende a una suma abultada (-11.4%).

Brechas en crecimiento económico: valores observados vs. metas

Escoger la trayectoria de la meta deseada en materia de crecimiento económico por parte de cada administración no es una tarea fácil. Si la trayectoria está muy por debajo del po-

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1084 del 1 de agosto de 2011

tencial económico (entre un 4%-4.5% anual en el caso de Colombia), se dirá que dicho gobierno es poco ambicioso (casi que independientemente de cuál sea el ciclo internacional del momento). Pero si se trazan metas muy por encima de dicho potencial, se dirá que ese gobierno “piensa con el deseo”. El otro problema que surge con las metas de crecimiento es que ellas resultan estar altamente condicionadas por el ciclo mundial y, en un horizonte de cuatro años, pues éste puede cambiar drásticamente.

El gráfico 1 ilustra lo que ha sido el crecimiento económico de Colombia (variación del PIB-real anual) durante los últimos veinte años, el cual arroja un promedio de tan sólo un 3.5% anual y con una desviación estándar de 2.40 puntos porcentuales. En valores absolutos, los mejores desempeños correspondieron a Uribe I (5.2% anual) y Gaviria (4.3% anual); los peores registros correspondieron a Pastrana (0.8% anual) y a Samper (2.8%). Mientras que Pastrana tuvo que enfrentar una de las peores crisis internacionales (1998-2001) y Gaviria una mini-recesión internacional (1991), Samper (1995-1997) y Uribe

Cuadro 1. Evaluación del cumplimiento de metas de crecimiento (1990 -2010)

Ranking	Administración	Crecimiento		
		Observado	Meta	Brecha
		(1)	(2)	(3)=(1)-(2)
1	Álvaro Uribe I (2002-2006)	6.7	3.9	2.8
2	César Gaviria (1990-1994)	5.8	5.0	0.8
3	Álvaro Uribe II (2006-2010)	4.3	5.0	-0.7
4	Andrés Pastrana (1998-2002)	2.5	4.8	-2.3
5	Ernesto Samper (1994-1998)	0.6	5.7	-5.1

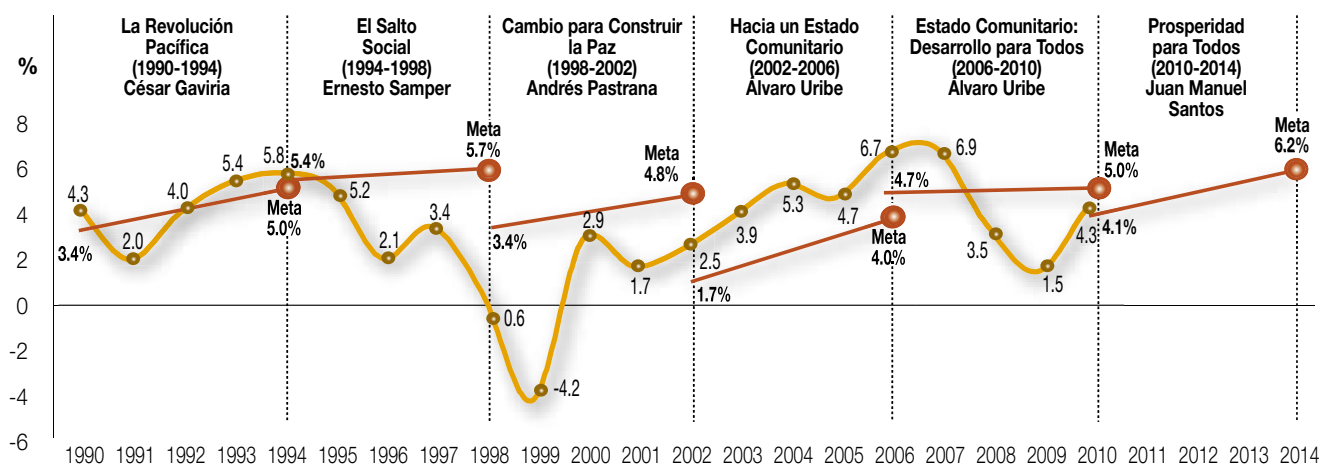
Fuente: cálculos Anif con base en DNP y Dane.

I (2003-2006) disfrutaron de auges internacionales pronunciados. Esto implícitamente nos está señalando que, corregido por el ciclo, la Administración Gaviria habría obtenido el mejor desempeño absoluto en materia de crecimiento económico de las dos últimas décadas, aunque sin dicha corrección ganaría Uribe I (como ya lo explicamos).

Pero, ¿cuál es el balance relativo que se obtiene al cotejar resultados vs. metas-PND en materia de crecimiento económico? El cuadro 1 presenta dicho balance, donde precisamente Uribe I arroja una brecha positiva del

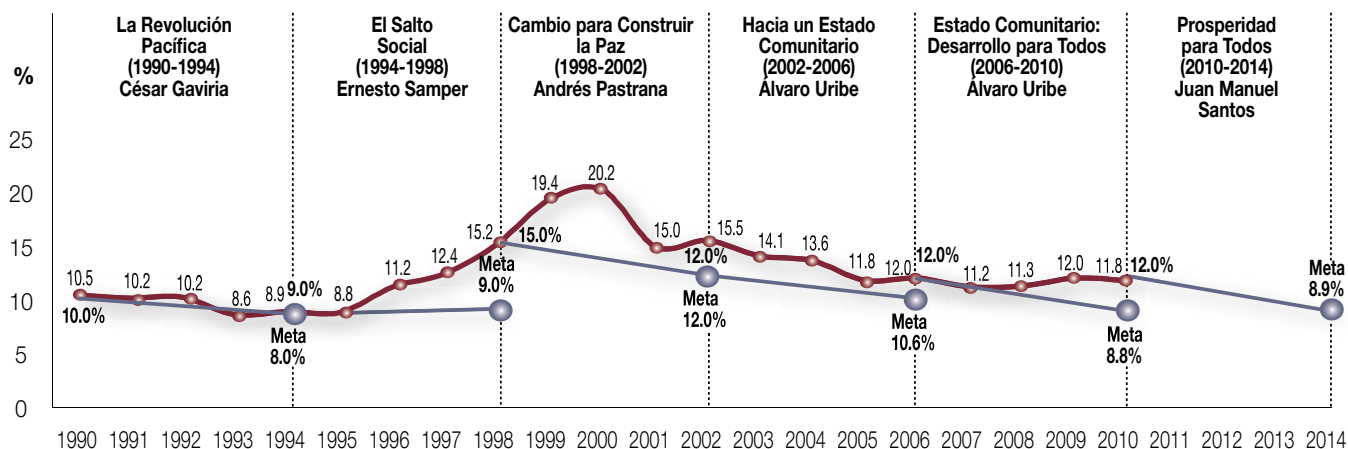
2.8% (indicando que su desempeño fue superior a sus metas en dicho porcentaje acumulado durante el período 2002-2006), mientras que Gaviria obtiene también un sobredesempeño del 0.8% durante 1990-1994. Nótese que el resto de los gobiernos arrojó brechas negativas en dicho crecimiento, lo cual indica que sus ejecutorias estuvieron por debajo de las metas que se habían trazado en sus PNDs: Uribe II (-0.7%), Pastrana (-2.3%) y, el más desfasado, Samper (-5.1%). Cabe recordar que el PND de la Administración Santos (2010-2014) nos habla de alcanzar un crecimiento

Gráfico 1. Metas de crecimiento económico (1990-2014)



Fuente: cálculos Anif con base en DNP y Dane.

Gráfico 2. Metas de desempleo (1990-2014)



Fuente: cálculos Anif con base en DNP y Dane.

económico del 6.2% en 2014. Aunque en su primer año las cosas se perfilan favorablemente para lograr una aceleración del 4.3% en 2009 hacia una cifra cercana al 5% en 2010, no debemos olvidar que el ciclo económico mundial seguramente le será adverso en los años 2011-2013 por cuenta de las graves crisis fiscales-financieras del mundo desarrollado. Para lograr ese cometido de aceleración hacia el 6.2% anual, la clave estará en lograr un rápido ordenamiento y agilización del gasto público, especialmente en el área de la infraestructura. Recordemos que la relación capital fijo/PIB ha venido cayendo del 27% al 24% en los últimos años y ésta sólo podría perfilarse hacia el requerido 30% con el soporte de dichas obras de infraestructura.

Brechas en desempleo abierto: valores observados vs. metas

Ya comentamos lo difícil que es asignar una trayectoria-meta en crecimiento; pues bien, la cuestión es mucho más compleja en materia de lucha contra el desempleo, pues no basta simplemente con acelerar el Producto. Aquí juegan de manera

Corregido por el ciclo, la Administración Gaviria habría obtenido el mejor desempeño absoluto en materia de crecimiento económico de las dos últimas décadas.



importante las variables de composición de ese crecimiento (minería vs. industria); el balance de la función de producción (capital vs. trabajo); el factor de informalidad laboral y, por supuesto, los factores demográficos que alteran la oferta laboral. El gráfico 2 ilustra la tasa de desempleo abierto en Colombia durante las dos últimas décadas, la cual ha promediado la lastimosa cifra del 12.6%.

En términos absolutos, la menor tasa de desempleo se tuvo durante Gaviria (1990-1994), registrando un promedio del 9.5% (7 ciudades, para hacerlas comparables). Las segundas mejores posiciones en materia de desempleo las obtiene Uribe (promediando, sin embargo, la horrible cifra del 12% durante sus mandatos). Esto para no tener que detallar las abominables cifras del 15% de desempleo abierto (promedio) durante Samper y Pastrana.

Pero, ¿cuál es el balance relativo que se obtiene al cotejar resultados vs. metas-PND en materia de desempleo abierto? La mejor posición relativa en la lucha contra el desempleo la registra Gaviria al arrojar una brecha de sólo el 0.9%, mientras que la brecha de Uribe I ascendió al 1.4% (ver cuadro 2). Uribe II y Pastrana arrojan

Cuadro 2. Evaluación del cumplimiento de metas de empleo (1990 -2010)

Ranking	Administración	Crecimiento		
		Observado	Meta	Brecha
		(1)	(2)	(3)=(1)-(2)
1	César Gaviria (1990-1994)	8.9	8.0	0.9
2	Álvaro Uribe I (2002-2006)	12.0	10.6	1.4
3	Álvaro Uribe II (2006-2010)	11.8	8.8	3.0
4	Andrés Pastrana (1998-2002)	15.5	12.0	3.5
5	Ernesto Samper (1994-1998)	15.2	9.0	6.2

Fuente: cálculos Anif con base en DNP y Dane.

La métrica simple de restar dichas brechas posiciona a la Administración Uribe I como la de mejor desempeño relativo al comparar sus “promesas-metas” con sus resultados en materia de crecimiento y desempleo.

unas brechas del orden del 3%, pero Samper prácticamente duplica dicha brecha (6.2%), lo cual muestra que, a pesar de su inclinación “social”, su administración mostró la mayor brecha en materia de desempleo. Prospectivamente hablando, el PND de Santos (2010-2014) se ha trazado una meta de desempleo del 8.9% hacia el año 2014. En la “primera de cambio” de 2011 se ve una ligera corrección en esa dirección al reducir el desempleo promedio de niveles del 12% en 2010 a una cifra que seguramente bordeará el 11% durante el año 2011. Sin embargo,

ya hemos mencionado en otras ocasiones cómo los tímidos correctivos al desbalance en la relación capital/trabajo (Ley 430 de 2010 sobre exenciones al capital y Ley 1429 de 2010 sobre alivios en parafiscales) lucen totalmente insuficientes para alcanzar esa meta del 8.9% hacia el año 2014. Además, como ya lo explicamos, el ciclo mundial no luce favorable al PIB-real de Colombia y el auge minero-energético podría agravarnos los problemas propios de la llamada enfermedad holandesa (apreciación cambiaria y des-industrialización).


Cuadro 3. Balance de las brechas en crecimiento y desempleo

Ranking	Administración	Brechas		
		Crecimiento	Desempleo	Balance
		(1)	(2)	(3)=(1)-(2)
1	Álvaro Uribe I (2002-2006)	2.8	1.4	1.4
2	César Gaviria (1990-1994)	0.8	0.9	-0.1
3	Álvaro Uribe II (2006-2010)	-0.7	3.0	-3.7
4	Andrés Pastrana (1998-2002)	-2.3	3.5	-5.8
5	Ernesto Samper (1994-1998)	-5.1	6.2	-11.4

Fuente: cálculos Anif con base en DNP y Dane.

Balance de las brechas

A manera de conclusión, el cuadro 3 presenta el ranking neto que nos arrojan las brechas del Producto y lucha contra el desempleo. Allí se observa que la métrica simple de restar dichas brechas posiciona a la Administración Uribe I como la de mejor desempeño relativo al comparar sus “promesas-metas” con sus resultados en materia de crecimiento y desempleo, quedando en segunda posición la Administración Gaviria. En efecto, el mejor desempeño combinado en crecimiento y lucha contra el desempleo lo obtuvo la Administración Uribe I (2002-2006), donde la suma de las brechas en crecimiento-desempleo sumaron un 1.4%. Esto indica que su sobredesempeño en crecimiento más que compensó su rezago en reducir el desempleo a los niveles propuestos en su PND. El segundo mejor desempeño lo obtuvo la Administración Gaviria (1990-1994), donde se equilibraron dichas brechas crecimiento-desempleo. El peor registro aparece en cabeza de Samper (1994-1998), donde la suma de dichas brechas resulta no sólo negativa, sino que asciende a una suma abultada (-11.4%).

La Administración Santos (2010-2014) enfrenta un gran desafío para hacer cumplir sus metas de llevar el crecimiento hacia niveles del 6% y reducir el desempleo al 8.9% hacia el año 2014. Vimos que esa aceleración del Producto implicará mejorar la planeación y ejecución en el área de la infraestructura, de tal manera que la relación capital fijo/PIB se eleve del 24% hacia el requerido 30%. Además, para reducir el desempleo abierto no basta con acelerar el Producto, sino que se tienen que profundizar los correctivos al desbalance en la relación capital/trabajo, donde el auge minero-energético nos amenaza con la apreciación cambiaria y la des-industrialización. 

Profundización financiera y obstáculos existentes en Colombia *

El *Financial Development Report* (versión 2010) analizó los avances de los sistemas financieros de 57 países en materia de profundización financiera. Para ello, se focalizó en siete indicadores relacionados con: 1) entorno institucional, 2) ambiente de negocios, 3) estabilidad financiera, 4) servicios financieros bancarios, 5) servicios no bancarios, 6) acceso al financiamiento, y 7) mercado de capitales. Este constituye uno de los mejores termómetros para evaluar la situación global del sistema financiero y, a nivel de cada país, una “guía práctica” para adelantar una agenda de mejoramiento.

A pesar de la crisis por la que ha atravesado durante 2007-2011, Estados Unidos continúa encabezando dicho ranking con un Índice de Desarrollo Financiero (IDF) de 5.1 (sobre un máximo de 7), seguido muy de cerca por Reino Unido (5.0). A nivel de América Latina, Chile (con un IDF de 3.5) lideró la zona y ocupó el puesto 30 entre esos 57 países. Brasil lo seguía de cerca al ubicarse en el puesto 32, ascendiendo dos lugares.

Aunque Colombia ocupó el sexto puesto en la región, es duro tener que reportar que, aun a nivel de desarrollo del sector financiero,

ocupamos la posición 47 dentro de 57 países (con un IDF de 3.0). De forma similar, también aparecen en las posiciones más rezagadas Perú (48), Argentina (52) y Venezuela (56). Colombia tan sólo avanzó en dos de los siete factores evaluados: entorno institucional y prestación de servicios financieros no bancarios. Infortunadamente, aun en temas de acceso a servicios financieros se presentó un retroceso en el IDF a nivel absoluto. A continuación analizaremos con algo

de detalle estos resultados, donde resaltaremos los obstáculos existentes y la forma de superarlos. Veamos.

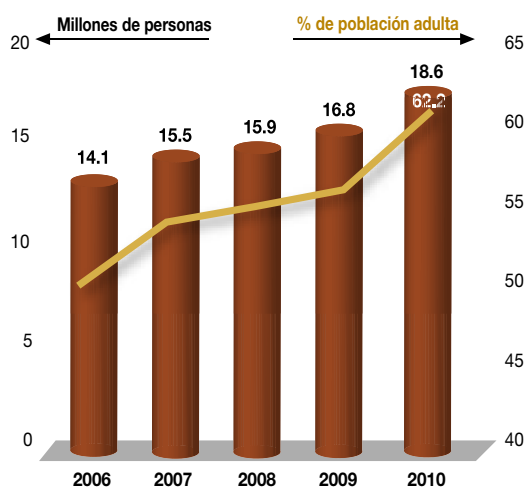
Bancarización y profundización financiera

Según reportes de Asobancaria, en Colombia cerca de unos 18 millones de colombianos tenían acceso al menos a un producto financiero al finalizar el año 2010. Esta cifra, sin embargo, tan sólo representa un 62% de la población adulta, donde el grueso de la ganancia

proviene de dar acceso a cuentas de ahorro que, en realidad, sirven simplemente como medio de pago al grueso de esa población (ver gráfico 1). De hecho, cerca de un 56% de esa población que “se dice bancarizada” tenía como su único producto financiero ese tipo de cuentas transaccionales. Entre tanto, la población con acceso a tarjeta de crédito era del 17% y aquella con cuenta corriente no superaba el 5%.

Los sectores público y privado han venido montando programas para profundizar la bancarización por el lado pasivo del balance. Por

Gráfico 1. Bancarización por el lado pasivo en Colombia (% de población adulta con al menos un servicio bancario)



Fuente: Asobancaria.

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1077 del 13 de junio de 2011.

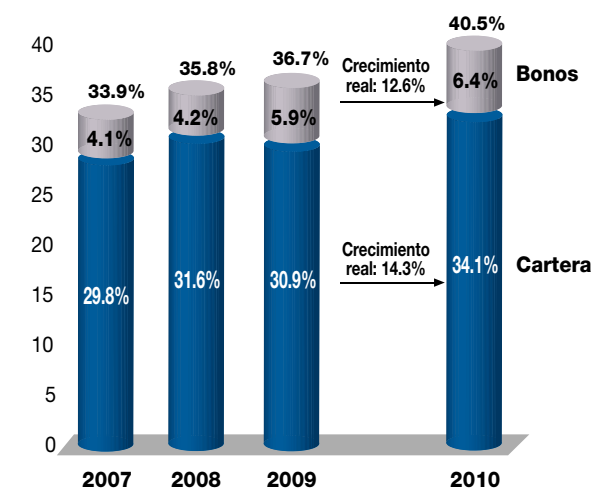
ejemplo, a partir de 2008 se reglamentaron las cuentas de ahorro electrónicas como parte del programa de transferencias condicionadas, tipo “Familias en Acción”. Gracias a ello, cerca de un 50% de los nuevos adultos bancarizados se vinculó a este tipo de cuentas. De forma similar, se autorizaron las cuentas de trámite simplificado (Decreto 4590 de 2008) y, en 2011, éstas se exoneraron del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), incluyendo las tarjetas prepago.

Anif ha venido mencionando que, a pesar de estos esfuerzos regulatorios, el gobierno ha obrado en contra de una profundización financiera más acelerada al cometer un doble error: 1) se extendió y apretó el ITF hasta el año 2017 (Ley 1430 de 2010); y 2) se extendió y apretó el Impuesto al Patrimonio, generando gravosos pagos a las entidades intensivas en capital, como son precisamente las del sector financiero.

No debe entonces sorprendernos que la relación crédito/PIB continúe estancada en Colombia en niveles del 35%, una cifra similar a la del período precrisis (1995-1997). En cambio, en Asia esa cifra supera el 100% y en Chile llega al 70%. Más aun, si se incluye en ella el *stock* de bonos corporativos emitidos a favor del sector real, se llega a una relación de profundización financiera del 86%, mientras que en Colombia tan sólo llegamos al 42% del PIB (ver gráfico 2).

Este mercado de bonos corporativos ha tenido un dinamismo importante, emitiendo anualmente cerca del equivalente al 4% del PIB durante 2009-2010. Por esta vía se generó una sustitución temporal de la cartera comercial, lo cual indujo mayor competencia bancaria-mercado de capitales e incrementó la creación de instrumentos alternativos de financiamiento para el sector real. En particular, se observó una reducción en

Gráfico 2. Cartera bancaria y bonos privados (% del PIB y crecimiento real)



Fuentes: cálculos Anif con base en Deceval y Dane.

las tasas de interés reales enfrentadas por el sector real corporativo y una extensión del horizonte medio de su financiamiento. Por ejemplo, en 2009, la emisión de bonos corporativos llegó a cerca de \$14 billones, de los cuales más de la mitad beneficiaron al sector real (ver *Comentario Económico del Día* 28 de enero de 2010).

Obstáculos a la inclusión financiera

Es claro que uno de los principales obstáculos a la inclusión financiera tiene que ver con el ITF, el cual pronto estará completando una vigencia de casi dos décadas (1999-2017) de continuo entramamiento al desarrollo del sector financiero colombiano. En 1997 (año precrisis), la relación efectivo/M1 era del 37.5%, cifra similar a la observada en América Latina. En 2010, esta cifra promedió un 48%, lo cual indica que en Colombia: 1) el grueso de las transacciones no deja huella formal; 2) ello induce evasión-elusión de los impuestos de renta y de IVA, y 3) se estimulan asaltos y asesinatos por cuenta del llamado “fleteo”, donde la delincuencia persigue a esos ciudadanos que insisten en transar en efectivo, inducidos por el ITF.

Anif ha explicado en varias ocasiones que, en materia tributaria, el recaudo del ITF puede estar saliendo “lo comido por lo servido”, pues bastaría una ganancia en formalidad del 10% al desmontar el ITF para recuperar esos recaudos por la vía de mayor formalidad en los pagos de importante IVA (ver *Comentario Económico del Día* 14 de septiembre de 2010). Este enfoque alternativo de desmonte inmediato del ITF redundaría en una tributación más eficiente y, finalmente, en mayor profundización financiera.

De otra parte, aparecen los obstáculos a la bancarización que ejercen los controles a las tasas de interés hipotecarias (ordenadas por la Corte Constitucional) y el “pesado legado jurídico” que nos dejó el manejo de la crisis de 1998-2001 (ver <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Anif-BID0511.pdf>). Ello explica, por ejemplo, que la relación crédito hipotecario/PIB haya colapsado de niveles del 9% en 1997 a tan sólo el 3% en la actualidad.

De otra parte, están los topes de usura a las tasas de interés en todo tipo de créditos, lo cual hace que la población de más bajos estratos siga en manos de los agiotistas, pagando tasas efectivas del 300% anual, en vez del 30% anual o menos. Si bien la Administración Santos ha honrado su cometido de ir abriendo holgura en la fijación de dichas tasas de usura, de no manejarse de forma proactiva se podría perder este esfuerzo en la actual fase de ascenso de las tasas de interés (2011-2012).

En efecto, las tasas del microcrédito se habían reducido del 30.9% al 25.8% anual durante 2008-2010, siguiendo las disminuciones de tasas del Banco de la República (BR). De hecho, dichas tasas se han mantenido cerca del 30%, casi 12 puntos porcentuales (pps) por debajo de la de usura. Los beneficios de dicha holgura han sido evidentes al bancarizar, por el lado

activo, a más de 1.2 millones de adultos adicionales (titulares de microcréditos) frente a los 600.000 registrados unos cinco años atrás. Pero la tarea aún es inmensa, pues según el BR resta por bancarizar en esa franja a otros 10 millones de colombianos.


Por último, están las marcadas fuentes de informalidad laboral en Colombia. El desempleo estructural todavía bordea el 11% y la informalidad cerca del 60%. Mientras no se trabaje a fondo en los problemas de elevadas cargas parafiscales y la inflexibilidad laboral, Colombia seguirá “punteando” en estos dos frentes de elevados desempleo e informalidad, donde todavía sigue siendo una realidad que sólo 1 de cada 3 colombianos cotiza a la seguridad social (la misma cifra del año en que se expidió la Ley 100 de 1993).

Conclusiones

Hemos analizado cómo Colombia, a pesar de ocupar el sexto puesto en la región en materia de desarrollo financiero, a nivel internacional todavía ocupa la posición 47 dentro de 57 países, pues sólo avanzamos en dos de los siete factores evaluados, donde en temas de acceso a servicios financieros se presentó un retroceso. Éste claramente no es un problema inherente a la industria bancaria en Colombia, sino al agravamiento de un entorno tributario y regulatorio poco amigable a la profundización financiera en el país.

Vimos cómo los pocos avances en profundización se limitan a mostrar un 62% de la población adulta que cuenta con al menos un instrumento bancario, pero donde un 56% de ella sólo lo usa como cuenta transaccional. A pesar de los esfuerzos por avanzar en este frente, los “palos en la rueda” de la bancarización se han agravado: 1) se extendió y apretó el ITF hasta el año 2017 (Ley 1430 de 2010), y 2) se extendió y apretó el Impuesto al Patrimonio, afectando especialmente al sector financiero.

No debe sorprendernos entonces que la relación crédito/PIB continúe estancada en Colombia en niveles del 35% frente a referentes del 70% en Chile; aun incluyendo los bonos corporativos, Colombia alcanza sólo el 42% frente al 86% de Chile.

¿Cuáles son entonces los obstáculos a la bancarización en Colombia? Vimos que son múltiples: 1) la existencia del ITF y del impuesto patrimonial; 2) los controles a las tasas de interés hipotecarias (ordenadas por la Corte Constitucional) y su “pesado legado jurídico”; 3) la existencia de topes de usura a las tasas de interés en todo tipo de créditos; y 4) las marcadas fuentes de informalidad laboral en Colombia, donde aún es evidente el lastre de las cargas parafiscales y la inflexibilidad laboral. Si estos obstáculos no son abordados a profundidad por la Administración Santos, pues llegará el fin de la actual década y Colombia seguirá registrando un sistema financiero “pandito”, un régimen tributario ineficiente y una elevada tasa de desempleo e informalidad rampante. 



UNIVERSIDAD
SERGIO ARBOLEDA

V Encuentro de

Estudios Coreanos en América Latina (V EECAL)

Bogotá, octubre 5 y 6 de 2011



Organizado por:



CERIE
Centro de Estudios Regionales Estratégicos
UNIVERSIDAD SERGIO ARBOLEDA

Con el apoyo de:



Korea Foundation

한국국제교류재단



www.usergioarboleda.edu.co

Bogotá
Línea de atención: (1) 325 8181
Línea gratuita nacional: 01 8000 11 0414
eeecal.cerie@usa.edu.co

Pobreza y desigualdad:

Progresos de América Latina y retrocesos de Estados Unidos *

El debate tradicional sobre pobreza y desigualdad se había focalizado en áreas del Tercer Mundo. La novedad de la actual crisis internacional (2007-2011) es que dicho debate también ha empezado a permear la situación de los países desarrollados. En efecto, el reconocido economista Rajan, de la Universidad de Chicago, ha venido explicando que la mayor concentración del ingreso en Estados Unidos (con un Gini que ya bordea el 0.45) se debe al efecto discriminador que está generando el rápido desarrollo tecnológico. Al requerirse y enfatizarse la educación de alta tecnología, la mano de obra poco calificada pierde ingresos y está permanentemente amenazada con la posibilidad de quedar cesante. La mano de obra de elevada calificación mejora sensiblemente sus ingresos y, como si fuera poco, el tratamiento tributario de la última década ha favorecido a los grupos de altos ingresos. Todos estos factores llevaron a esa mayor concentración del ingreso en Estados Unidos, elevando su coeficiente Gini de niveles de 0.38 a dicho 0.45 durante la última década. En cambio Canadá (0.32), Reino Unido (0.34) y



Australia (0.35) lograron mantener políticas relativamente equitativas. Por contraste, en América Latina se han observado avances importantes en este frente, con la penosa excepción de Colombia. Según cifras de la Cepal, el coeficiente Gini de América Latina pasó de 0.55 en 2002 a 0.51 en 2009, todavía mostrando altos niveles de concentración, pero al menos en la línea de corrección. En el caso de Brasil, se observa una reducción importante en dicha concentración del ingreso al pasar de 0.61 en 2002 a 0.57 en 2009. Colombia, por el contrario, se mantuvo prácticamente estancada en su coeficiente Gini: 0.59 en 2002 y 0.58 en 2009.

En cuanto a los niveles de pobreza, la crisis económica (2007-2009) pareció afectar en mayor magnitud a los países desarrollados. Por ejemplo, en Estados Unidos dichos niveles de pobreza absoluta han venido en aumento durante la última década y actualmente bordean el 14.5% en

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1076 del 7 de junio de 2011

2009. Más aun, al tomar en cuenta la nueva métrica de pobreza, incluyendo la llamada “medición suplementaria”, la pobreza se estaría elevando en 1 punto porcentual (pp) adicional, llegando al 15.7%. Si bien este nivel continúa siendo bajo para los estándares de América Latina (actualmente en niveles del 33%, según la Cepal), éste no es nada despreciable para el caso de los países desarrollados (ver *Comentario Económico del Día* 11 de mayo de 2011).

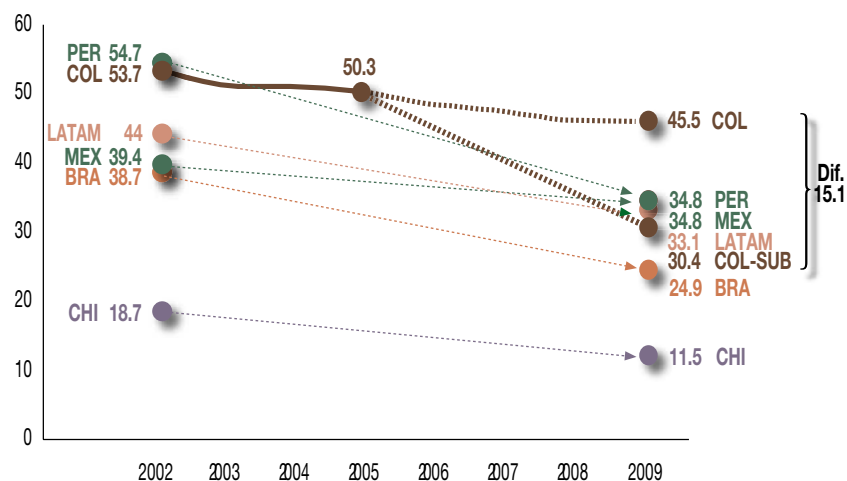
En esta nota centraremos nuestro análisis en los temas de pobreza y desigualdad en América Latina. Aquí tendremos en cuenta los avances que han venido haciendo la Cepal y el Banco Mundial (BM) a la hora de intentar homologar sus mediciones con base en las llamadas “líneas de pobreza nacionales”.

Indicadores de pobreza

Inicialmente se pensó que la crisis económica del mundo desarrollado (2007-2008) golpearía fuertemente a los países en desarrollo. Como veremos, el impacto principal no provino de allí, sino del incremento en los precios de los *commodities* (vía encarecimiento de los alimentos). La Cepal ha estimado que la pobreza absoluta se redujo en cerca de 11 puntos porcentuales (pps) al pasar del 44% de la población en 2002 a cerca del 33% en 2009. Sin embargo, las ganancias en materia de pobreza extrema (indigencia) fueron mínimas, pues ella se mantuvo prácticamente constante en el 13% durante este mismo período. Buena parte de la explicación de este estancamiento en indigencia proviene precisamente del encarecimiento de los alimentos, particularmente durante 2006-2009 (ver gráfico 1).

Dado que la fuente de medición de la Cepal proviene de las encuestas de hogares nacionales, no es de extrañar que sus resultados coincidan con los de las cifras oficiales de cada país.

Gráfico 1. Pobreza absoluta en América Latina
(% de la población; 2002-2009)



Fuente: cálculos Anif con base en Cepal, MESEP, ECH y GEIH-Dane.

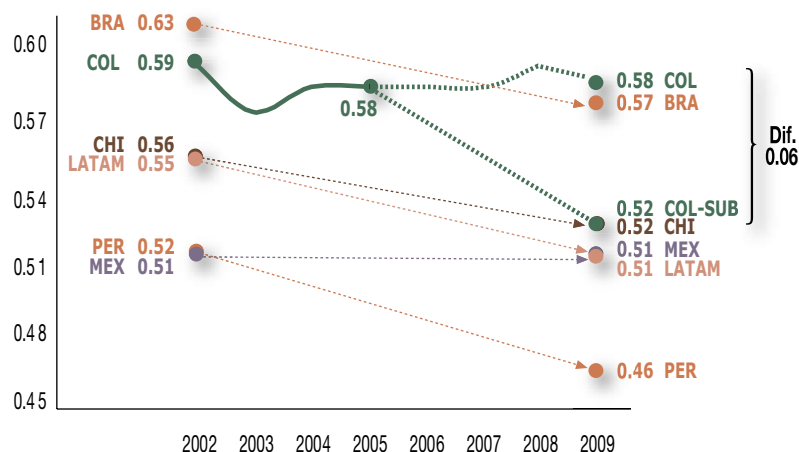
Por ejemplo, en el caso de Colombia, la pobreza absoluta reportada por la Cepal y por la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) es la misma (46% en 2009). Lo mismo ocurre en el caso de Perú (35% en ambas mediciones). En cambio, en el caso de Brasil existen algunas discrepancias (25% vs. 21% nacional), al igual que en el de Chile (12% vs 15% nacional).

Las mediciones del Banco Mundial (BM) se fundamentan en crear “umbrales de subsistencia,” generados a partir de aquella población que tan sólo disponía de ingresos que le permitían gastar sólo “un dólar al día”. Con el tiempo, esta medición se fue sofisticando para hacer apropiadas mediciones a través de “Paridad del Poder Adquisitivo” a nivel internacional, llevando dicho “umbral” a niveles de consumo de US\$1.25/día (Ravallion, 2005). Bajo esta nueva métrica del BM, se observa que Brasil alcanzó un nivel de pobreza de tan sólo un 4% en 2009, lo cual sorprende frente a las cifras del 21%-25% reportadas con metodologías de Cepal y Encuestas de Hogares.

En el caso de Colombia, el BM tan sólo reporta datos para 2003 y 2006, pues

a partir de allí se dañó la muestra. Los resultados bajo esta metodología de US\$1.25/día reportan que la pobreza en Colombia se ha mantenido en niveles del 15%-16% de la población. A pesar de que su nivel es la mitad del reportado por metodologías de la Cepal y de las Encuestas Nacionales, nótese que este nivel de pobreza supera el de Perú (6%), Brasil (4%) y Chile (1%).

El BM y el CEDLAS, de la Universidad Nacional de La Plata, desarrollaron una metodología para homogeneizar las estadísticas de pobreza en América Latina, encontrando como nuevo referente para la pobreza el “umbral” de consumo de US\$2.5/día. Bajo esta métrica-ajustada, los niveles de pobreza en Colombia serían del 17% (última medición de 2007), mientras que en Brasil sería del 18% y en Perú del 24%. Infortunadamente, no contamos con series ajustadas para Colombia que nos permitan discernir si se trata de una tendencia de mejora sostenida o no, mientras que en los datos de 2009 para Brasil (15%) y Perú (20%) nos hablan de una continua mejoría en la lucha contra la pobreza absoluta.

**Gráfico 2. Desigualdad en América Latina
(Coeficiente Gini; 2002 - 2009)**

Fuente: cálculos Anif con base en Cepal, MESEP, ECH y GEIH-Dane.

Bajo las métricas analizadas, vimos que los resultados en la reducción de la pobreza y desigualdad han sido más exitosos en el caso de Brasil, Perú y Chile que en el de Colombia.

Indicadores de desigualdad

Como habíamos comentado, la desigualdad de ingresos medida a través del coeficiente Gini nos indica una ligera mejoría en América Latina, al pasar de 0.55 en 2002 a 0.51 en 2009. En el caso de Brasil, se observa una moderada corrección al pasar de 0.63 en 2002 a 0.57 en 2009, donde los programas de transferencias condicionadas (tipo “Bolsa de Familia”) han jugado un papel importante. De forma similar, hubo progresos en materia de menor concentración del ingreso en Perú (pasando de 0.52 a 0.46) y en Chile (de 0.56 a 0.52), ver gráfico 2.

Infortunadamente, en el caso de Colombia, el coeficiente Gini medido de la forma tradicional (ingreso autónomo) se mantuvo “vergonzosamente” estable en 0.59-0.58 durante 2002-2009. Claramente el esperado “efecto cascada” de mayor crecimiento económico sobre una mejor distribución del ingreso no se produjo en Colombia. Ello se explica, fundamentalmente, por el perverso efecto de las exageradas exenciones tributarias al capital, los impuestos al trabajo formal y el mal enfoque de muchos programas asistencialistas, ver *Informe Semanal* No. 1039 de agosto de 2010.


Según el DNP, al imputar el efecto de los subsidios sobre el coeficiente Gini

se observa un ligero progreso que lo llevaría de 0.58 (sin subsidios) a 0.52 (con efecto subsidios) en 2009. Aun así, este valor tan sólo se acerca al valor medio de la región. Sin embargo, para tener una apropiada medición, aún falta por conocer cuál es el valor *benchmark* incluyendo ese efecto de los subsidios en esos otros países de la región.

Conclusiones

Hemos visto cómo, en la última década, se ha observado un mayor deterioro en la concentración del ingreso de los países desarrollados frente a los observados en América Latina. Parte de la explicación tiene que ver con el auge de la tecnología, clamando por mano de obra cada vez más capacitada, y parte con políticas tributarias regresivas. En el caso del mundo en desarrollo, se ha notado que la “semiseparación” respecto de la crisis del mundo desarrollado ha servido al propósito de mantener crecimientos relativamente dinámicos: un 6% real en América Latina durante 2010 y un esperado 4.5% en 2011.

Ese menor crecimiento del mundo desarrollado y las crecientes dificultades fiscales seguramente agravarán los problemas de pobreza y desigualdad. En el caso de Estados Unidos vimos cómo la pobreza ya bordea el 15% y va en ascenso, mientras que en la región va en descenso, aunque todavía duplica este valor (al llegar al 33% de la población).

Bajo las métricas analizadas, vimos que los resultados en la reducción de la pobreza y desigualdad han sido más exitosos en el caso de Brasil, Perú y Chile que en el de Colombia. De allí la importancia de que la Administración Santos aproveche la relativa estabilidad en el frente macroeconómico y se focalice en mejorar las condiciones sociales en el país. 



Liderando una industria en expansión

Entrevista a

Luis Fernando Rico
Presidente de Isagen

Foto: Tatiana Herrera - Anif

CARTA FINANCIERA. *Bienvenido a Carta Financiera Dr. Rico. Se encuentra usted al frente de uno de los más grandes jugadores del sector energético del país. Ahora que es posible, que ante los problemas de la llamada “periferia europea” y las dificultades en Estados Unidos se dé una recaída internacional en la economía que puede afectar el desempeño futuro de América Latina, ¿cómo afectaría esto la demanda de energía y su sector?, ¿cuáles son las proyecciones de la empresa en este frente?*

LUIS FERNANDO RICO. Primero, muchas gracias por la invitación a participar en esta entrevista. Bueno, es posible que estas dificultades ocurran y afecten el desempeño

económico. Habrá que ver cuál es la magnitud de lo que sucede, pero si uno se basa en la reciente crisis financiera que tuvimos al final de 2008 y que afectó de alguna manera 2009 y 2010, ahí se demostró que el país goza de una buena salud económica. Incluso, a pesar de la caída que hubo, el país no tuvo ni siquiera una demanda de energía negativa. Yo creo que éste es un punto bien importante. Cuando estalló la crisis se creyó que la demanda iba a bajar de tal manera que incluso iba a decrecer en alguno de los años. Sin embargo, eso no ocurrió. El año con menor demanda que tuvimos fue 2009 y estuvo en el 1.5%. La crisis financiera internacional que tuvimos fue bastante fuerte, pero ésta no afectó de manera grave la demanda. Luego

no creo que las dificultades que se mencionan tengan un efecto fuerte. Hoy en día, ya se está viendo una recuperación total de la demanda. Por ejemplo, la demanda está creciendo ya sobre el 3%, que es un buen nivel de crecimiento y yo creo que esto debe mantenerse.

La crisis a nosotros nos afectó sobre todo en términos de consecución de recursos. Sin embargo, contamos con el respaldo del mercado de capitales y del mercado financiero interno que respondió y nos permitió cubrirnos totalmente en todo el plan de expansión. Hoy en día, Isagen ya está totalmente financiada para su plan de expansión de aquí hasta final de 2013-2014. Por lo tanto, en esos términos, no tendríamos ninguna afectación por los fenómenos de recaída que menciona. Ahora, en términos de demanda de energía, tocaría ver cómo se afecta la industria y concretamente las exportaciones que hace el país para ver si la demanda tiene algún decrecimiento. Pero, si no es mayor que lo que sucedió en la crisis de 2008, pues creo que el país la supera fácilmente. Ahora, las proyecciones hacia futuro son positivas. Yo creo que ya estamos saliendo totalmente de la crisis, y dado que el crecimiento que se tiene previsto para los próximos años está entre el 3.5% y el 4%, en promedio, entonces no deberíamos tener ningún problema. Tenemos un plan de expansión no solamente de Isagen sino de toda la industria de generación que está previsto para cubrir la demanda futura hasta el año 2018. Si hay alguna crisis lo que podría ocurrir es que esos mismos



Tenemos un plan de expansión que está previsto para cubrir la demanda futura hasta el año 2018.

proyectos van a servir para cubrir la demanda, incluso hasta un par de años más adelante, luego no vemos que haya una afectación significativa.

C. F. Si el mercado local no crece mucho más, pues ya tiene unos consumos establecidos estructuralmente, ¿han pensado ustedes en una estrategia de expansión internacional similar a la de Isa? ¿Cuáles son los proyectos futuros de la empresa?

L. F. R. Yo creo que eso tiene dos respuestas. Por lo que dije antes, nosotros esperamos que el mercado

local siga creciendo y va a necesitarse nueva oferta para el mercado interno. Pero digamos que llegue a haber una afectación. Allí, tenemos dos salidas. Una es el trabajo que ha venido haciendo el gobierno en términos de integración a otros mercados. En ese sentido, está la interconexión con Panamá que esperamos se vea hacia 2014. Otro trabajo que se está haciendo tiene muy buenas perspectivas porque es la integración, e interconectaría desde Colombia hasta Chile, en donde han estado trabajando los ministros de Chile, Perú, Ecuador y Colombia. Eso es muy importante para el país porque quizás después de Brasil, Colombia tiene las mejores proyecciones tanto en sus condiciones de inversión como también en sus recursos naturales para poder proveer energía a otros países. Entonces esta sería una salida. Se podría generar con proyectos nuevos localizados en el país, pero para suplir demanda externa. Y, por supuesto, también está la alternativa, en la que

estamos trabajando, de buscar tener operaciones directas de generación y comercialización de energía en otros mercados. Particularmente hemos estado mirando los mercados centro-americanos y Perú y Chile y creemos que allí pudieran darse oportunidades para Isagen de iniciar actividades para, tal como ustedes dicen, seguir el ejemplo de empresas como Isa, como la empresa de energía de Bogotá, como empresas públicas de Medellín que hoy ya están con operaciones fundamentalmente en transmisión, distribución y gas. Nosotros quisiéramos tenerlas en el área de generación.

Ahora, en principio la idea para una expansión es buscar adquisiciones y obviamente no se descarta el desarrollar nuevos proyectos en esos mercados. Pero en lo que estamos focalizados en este momento es en tratar de buscar oportunidades en adquisiciones. Éstas se están dando, pero como bien se sabe ahí uno no puede decir ya está esto o aquello, porque cuando aparecen las oportunidades se negocian y esos negocios a veces se dañan el día anterior, y luego vuelven y se reaniman, etc. Por eso, solamente cuando haya algo concreto podremos decirlo con certeza. Ahora, el tema de desarrollar proyectos en otros mercados es un tema de más largo plazo.

C. F. *En temas institucionales del sector energético, ¿cómo evalúa usted el arreglo que hay en este momento CREG-agentes del mercado, frente a lo que pasa en otros países como Argentina, Brasil o México donde entendemos que es caótico?*

L. F. R. Yo creo que la impresión que tienen es correcta. Colombia en la industria eléctrica ha logrado unos avances bien importantes. Tiene un mercado que viene funcionando desde 1995 y que ha madurado significativamente. Llevamos estos 15 años de operación del mercado y cada vez la regulación se fortalece más. Tenemos desde el año 2006, y que dio muy buen resultado en 2008, un esquema de regulación que tiene que ver con el cargo por confiabilidad. Este invita a los inversionistas y les garantiza un ingreso continuo durante los próximos 20 años. Esto demostró ser muy exitoso en la subasta del año 2008 porque, como decía antes, se pudieron definir proyectos que están cubriendo la demanda del país hasta el año 2018 en forma importante. Entonces en ese aspecto, yo creo que Colombia es ejemplo en América Latina, aun para los países donde hay

buenos desarrollos. La madurez y la calidad de la regulación que hay en el mercado colombiano son bastante buenas. Aunque obviamente tiene sus imperfecciones y cada día se tendrán que ir mejorando, pero el esquema es eficiente. Éste invita a la inversión, lo que significa que en ese tema dependemos más del crecimiento de la demanda que del tema institucional. Por supuesto, tenemos cosas por ajustar. Por ejemplo, hay una que es bien importante y es cómo el país administra su riqueza hidroeléctrica. Yo creo que ahí tenemos un vacío y un campo por complementar. Es decir, hoy en día no existe directamente una administración del recurso hidroeléctrico, sino que a la

zación, lo cual tiene el riesgo de que de pronto se pierdan sitios y cuencas, produciendo proyectos que quizás no son los mejores. Entonces, yo creo que ahí hay un tema que sin duda es de largo plazo, pero que hay que abordar institucionalmente. Ahora, creo que en el Plan de Desarrollo del actual gobierno empezaron a dejarse mojonos, por decirlo de alguna manera, que van en esa dirección como la instancia interministerial para tratar el tema del agua, cómo aprovecharla mejor y garantizar su continuidad. Éstas son cosas muy importantes que si bien no nos están aquejando o causando problemas serios por el momento, si se tienen que abordar para que haya una mejor

Después de Brasil, Colombia tiene las mejores proyecciones tanto en sus condiciones de inversión como también en sus recursos naturales para poder proveer energía a otros países.

iniciativa privada se le está dando la oportunidad de buscar proyectos, de estudiarlos, empezar a hacer trámites y eso de alguna manera nos está causando o está materializando un riesgo importante que es el no optimizar el recurso que tenemos. A lo que me refiero es que la hidroelectricidad no es un tema que haya que mirar por proyecto, sino que hay que mirarlo por cuenca, es decir las cuencas tienen un potencial de producción de energía eléctrica, entonces hay que hacer estudios que miren las cuencas integralmente y las optimicen desde el punto de vista hidroeléctrico. Como no existe una institucionalidad que esté haciendo ese trabajo, entonces están apareciendo proyectos y pidiéndose concesiones de agua sin esa optimi-

planeación de largo plazo. Y tiene que ser el estado el que la haga.

C. F. *Pasando un poco más a la coyuntura, la región enfrentó recientemente el fenómeno del Niño y el riesgo de desabastecimiento eléctrico. Incluso ese desabastecimiento fue real en algunas semanas en Venezuela y en Ecuador. En Colombia no sucedió, pese a que teníamos a cuestas el fantasma del apagón de 1992. ¿Usted cree que Colombia ya está preparada para este tipo de fenómenos en términos de generación eléctrica?*

L. F. R. Yo creo que sí, yo creo que Colombia aprendió la lección del racionamiento del año 1992. Y la regulación, como te comentaba, ha madurado de tal manera que ha puesto

unos focos muy especiales en eso y el resultado de esto es la regulación del cargo por confiabilidad. Este último tema es muy importante, aunque a veces es difícil ponerlo en un lenguaje que se entienda fácilmente. El cargo por confiabilidad, a diferencia de lo que había antes, que era un cargo por capacidad, tuvo dos cambios fundamentales que benefician a la demanda en términos de precio y de confiabilidad. Antes a los generadores se les reconocía ese respaldo por la capacidad de instalar, es decir bastaba con tener las máquinas disponibles,

rrir, el país tiene suficiente energía para cubrir la demanda. Incluso tuvimos algunos problemas que salieron a la luz pública pero no fue por falta de agua sino por falta de gas. Hubo unos cuellos de botella, fundamentalmente en el transporte de gas, que impidieron que las térmicas, que estaban disponibles e incluso tenían los contratos de gas, les pudiera llegar el gas que necesitaban para sustituir energía hidroeléctrica. Pero son temas que ya se están resolviendo. En mi opinión, con ese esquema que se ha diseñado en la industria eléctrica, el riesgo de un ra-

nuestro, este mecanismo de los bonos se convirtió en la solución cuando decidimos hacer nuestro plan de expansión y entre ellos el proyecto Sogamoso. Este proyecto es de una gran inversión y en el momento de la decisión era un proyecto que costaba en total \$4.5 billones, incluyendo costos financieros. El proyecto se pensó financieramente para ir a buscar recursos internacionales y, en ese momento, nosotros no sabíamos qué hacer con los bancos internacionales pidiéndonos citas y ofreciéndonos financiación. La decisión de hacer el proyecto se toma en mayo de 2008. Pero luego estalla la crisis internacional en septiembre y se desapareció todo el mundo. Incluso para nosotros fue un gran susto porque dijimos y ¿ahora qué?. Ya estábamos comprometidos con el mercado eléctrico colombiano, y el 60% de esos \$4.5 billones pensábamos colocarlo en el mercado internacional, pero por la crisis todos los bancos se desaparecieron.

Sin embargo, tuvimos una sorpresa muy grata cuando nos volteamos al mercado de capitales colombiano y al mismo mercado financiero y encontramos en el mercado de capitales \$850.000 millones para financiar Sogamoso, y por el lado del crédito \$1.5 billones. Con eso completamos toda la deuda. Entonces el mercado de capitales es una fuente importantísima y con seguridad vamos a seguir utilizándolo. Esto tiene una ventaja muy importante para nosotros y es que nos endeudamos en pesos, que es la misma moneda en que nosotros recibimos nuestros ingresos y entonces desaparece todo ese tema del riesgo cambiario que algunas veces favorece y otras veces quiebra empresas. Así, yo creo que el mercado de capitales ha entrado a una madurez en montos muy importantes, los fondos de pensiones son muy activos, pero también hay fiduciarias, etc. Hay muchos clientes

Pero fue una sorpresa muy grata que volteamos al mercado de capitales colombiano y al mismo mercado financiero y encontramos en el mercado de capitales \$850.000 millones para financiar Sogamoso, y por el lado del crédito \$1.5 billones.

pero no había la seguridad de que en el lado de las hidroeléctricas el agua fuera suficiente, pues cuando hay poca afluencia pues una central hidroeléctrica no produce lo mismo que cuando hay mucha afluencia. En el caso de las térmicas, el tema es que los contratos que proveen los combustibles se garanticen y haya la seguridad de que el combustible exista. Por ello, la CREG definió un concepto muy importante que es energía firme. Esta energía firme significa, en el caso de las hidroeléctricas, aquella energía que se produce el 100% del tiempo, es decir aquella energía que aún la producen los caudales mínimos del río donde está una determinada central. Y la cuenta que se hace para cubrir la demanda es en términos de energía firme.

Todo esto garantiza que aun en épocas de sequía, como lo que acabó de ocu-

cionamiento está bastante alejado. La prueba fue el Niño, donde Colombia incluso tuvo energía disponible para suministrarle a Ecuador y aun para venderle también a Venezuela. Todo esto demuestra que el sistema colombiano estaba muy bien preparado para afrontar un evento como ese.

G. F. *En términos de financiamiento, Isagen salió hace algunos meses con una emisión de bonos corporativos. Este tipo de instrumento financiero fue muy dinámico en 2009-2010, cuando incluso hubo récord de emisiones de casi \$13 billones cada año. ¿Cómo ve usted ese mercado de bonos hacia futuro y lo piensa seguir aprovechando?*

L. F. R. Sin duda alguna yo creo que el mercado de capitales colombiano ha demostrado que hay suficiente recurso. Te cuento que en el caso

del mercado de capitales que van a facilitar esa inversión que necesita el país.

C. F. Siguiendo con los temas de financiamiento, pero ya entrando por el lado del equity, en temas del mercado bursátil escuchamos que su asamblea de accionistas permitió el listado de la acción en mercados internacionales. ¿Qué perspectivas cree usted que tiene la acción de Isagen en los próximos meses?

L. F. R. Sí, yo creo que en la asamblea, los accionistas tomaron una decisión que es un paso muy importante con miras a un paso más grande. Es decir, nosotros aspiramos en unos años a poder emitir acciones en varios mercados. Obviamente esperamos poder emitir en el mercado local que hasta ahora nos ha apoyado y es una fuente importantísima para nosotros, pero también en mercados internacionales y en esa dirección va el paso de inscribir o listar la acción en esos mercados. Esto lo que va a permitir es que lleguen más inversionistas que van a empezar a conocer la empresa, que van a enterarse de su comportamiento y que cuando necesitemos equity pues van a estar disponibles. Si la empresa tiene los buenos resultados que ha estado teniendo y se comporta bien, cumple con todos los requerimientos, muestra la fortaleza que tiene en sus prácticas de buen gobierno, pues pensamos que ahí vamos a tener una fuente de financiación bien importante tanto local como internacional. Nosotros aspiramos en este segundo semestre a cumplir ese mandato de la asamblea de listar en las bolsas internacionales nuestra acción. En este momento estamos haciendo los estudios de conveniencia para definir en donde debemos listarnos. Esto lo hacemos primero evaluando cuáles son los costos y todos estos aspectos, para llevar el tema a la junta, y a



Foto: Tatiana Herrera - Anif

Luis Fernando Rico, presidente de Isagen y Alejandro Vera, vicepresidente de Anif.

“Con ese esquema que se ha diseñado en la industria eléctrica, el riesgo de un razonamiento está bastante alejado”.

mediados de este segundo semestre poder estar dando ese paso.

C. F. Lo escuchábamos hablar de que en el futuro piensan emitir acciones y también salir al mercado de bonos. Vemos una gran necesidad de recursos. Ya nos ha hablado de varios proyectos, sobre todo a nivel internacional. Pero, ¿esta necesidad de recursos significa que también hay varios proyectos en el mercado local para expandir el negocio?

L. F. R. En el mercado local, como hablábamos desde el principio y por la estructura que tiene la industria eléctrica en Colombia, ese tema va a depender de la evolución de la demanda. Es decir, cuánta oferta de energía se requiere de más este año. O si se consolida la gran inversión en

infraestructura que se está proyectando sobre todo en minería, alguna de las cuales es intensiva en electricidad, pues allí se van a necesitar muchos proyectos. Pero de todas maneras, uno no puede decir en este momento vamos a hacer tales y tales proyectos porque dependerá de cómo evolucione la demanda.

Lo que si estamos haciendo es estudiando los proyectos, mirando su prefactibilidad. En el caso de las hidroeléctricas estamos analizando el tema ambiental y social que requieren para que, por decirlo de alguna manera, estén listos para el momento en que el mercado lo requiera.

Si nos vamos al lado internacional, y con lo que comentaba del foco que queremos lograr de adquisiciones, pues cuando uno tiene esa aspiración

tiene que ir avanzando paralelamente buscando el negocio y gestionando los recursos, porque uno no puede cerrar un negocio y decir bueno ahora espere un momentico que voy a ir a ver quién me presta. En esos casos hay que tener pre-alambradas las cosas, poder estar listos y echar mano de una financiación, y la única manera es que lo conozcan a uno en el mercado internacional, conozcan la empresa, sepan cómo es su comportamiento, cómo son sus resultados, cómo son sus prácticas de buen gobierno. Así, en el momento en que se dé la oportunidad, pueda lograrse una coincidencia entre los recursos

que se requieren y el negocio que se está haciendo.

G. F. *Anif ha sido siempre de la opinión que se necesitan recursos extraordinarios, si se quieren hacer obras extraordinarias. ¿Qué opina usted de que parte de los recursos de una posible privatización de Isagen se usen para desarrollar la infraestructura del país?*

L. F. R. Pues digamos que esa es una decisión y una política del gobierno y en esto más que una cosa exactamente definida desde el punto de vista técnico, pues va a pesar mucho cuál es el

valor estratégico que un determinado gobierno le da a tener propiedades en este tipo de empresas o tener recursos para la infraestructura o cualquier otra inversión que realice. Lo que yo sí pienso es que si se va a vender la participación que la Nación tiene en empresas como Isagen, si esa es la decisión, uno si esperaría que esos recursos se inviertan de la mejor forma posible. Y sin duda alguna, invertir en la infraestructura que le da mayor competitividad al país, es una buena alternativa. Obviamente habrá que evaluar la coyuntura en cada caso, pero es una opción que podría tener sentido.

A nivel personal



G. F. *Para terminar, en Carta Financiera también nos gusta conocer algo de la vida personal de los grandes empresarios del sector privado. ¿Cómo combina usted su vida personal y familiar con el ritmo que le implica ser el líder de una de las empresas más grandes del país?*


Ese es un tema muy importante y uno siempre queda un poco como en deuda. Pero hay que darle mucha importancia a esa complementación de la vida personal y la vida familiar en el mismo escenario de trabajo. Es decir, que por filosofía la empresa le dé mucha importancia al balance que los trabajadores tienen en sus vidas y promover la integración familiar. Entonces es fundamental que haya espacios para desarrollar

actividades donde ese tema sea muy valorado.

Para mí la recompensa de trabajar y esforzarse está en los momentos que se comparte con la familia, porque ahí es donde realmente encuentra uno la satisfacción y el propósito de todo lo demás que hace. Al fin y al cabo uno trabaja no por trabajar sino para tener una vida con un bienestar y una satisfacción personal y familiar mejor.

G. F. *¿Cuáles son hobbies y sus aficiones? ¿A qué dedica su tiempo libre?*

Intento trotar en las mañanas varias veces en la semana. De resto, leo mucho. Estos son los hobbies principales que tengo.

Dr. Rico muchas gracias por sus respuestas y por atendernos en sus oficinas. 

El Gran Corto-Financiero: Entrañas de la Máquina del Fin del Mundo *

Libro escrito por Michael Lewis

Comentado por: Sergio Clavijo

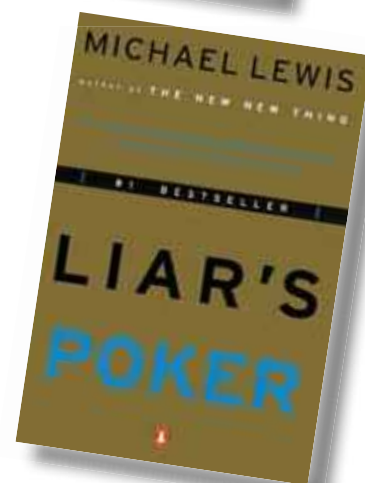
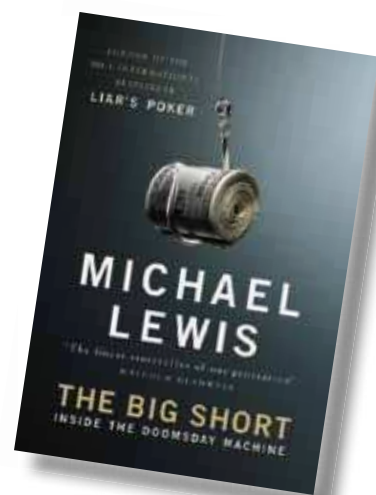
Por estos días, tras cuatro años de haber estallado la peor crisis financiera desde la Gran Depresión (1929-1933), abunda el material analítico sobre los orígenes de la actual crisis fiscal y financiera del mundo desarrollado.

Esta crisis seguramente marcará, en los anales de la historia, un cronograma fechado Agosto de 2007 - Diciembre de 2012. La importancia del tema claramente ha rebasado el área académico-política y ha penetrado hasta el mundo del entretenimiento-inteligente.

Bástenos citar tres películas de reciente factura, las cuales deberían ser vistas-analizadas por todo ciudadano interesado en averiguar cómo pudieron ocurrir tantos errores simultáneamente, a saber: i) *Wall Street-II: Money Never Sleeps* (2010); ii) *Inside Job* (2010), premiada como el mejor documental de Hollywood; y iii) *Too-Big-to-Fail* (2010). En todas ellas ha participado como asesor (y hasta figura en algunas tomas y entrevistas) el conocido y respetado profesor (de N.Y.U) Nouriel Roubini, quien visitó Colombia en junio de 2011, con ocasión de la Convención Bancaria, explicándonos los riesgos de una posible recaída internacional.

El mensaje que transmiten estas películas, de forma rápida y contundente, es la carencia de un marco regulatorio apropiado para un sector económico inherentemente riesgoso. Allí abundan los “comportamientos manada”, donde hoy resulta claro que sólo una regulación macroprudencial contracíclica está en capacidad de evitar los sucesos cuasi bíblicos (con ocurrencias cada 7-10 años) de “manías, pánicos y colapsos”, como bien lo advertieran Keynes (1936), Kindleberger (1978) y Galbraith (1994).

Esta crisis se ha denominado la Gran Recesión (2007-2011), para denotar que en esta ocasión se aprendió la lección sobre cómo evitar la doble contracción de precios (deflación) y del Producto (PIB-real), tal como ocurriera en 1929-1933. Tanto en Estados Unidos como en Europa, la fórmula antidepresiva radicó en inyectar abundante liquidez monetaria, a través de sus bancos centrales y de sus presupuestos públicos. Paradójicamente, también se ha recurrido a aplicar holguras financieras temporales (laxitud regulatoria), para diferir las



* M. Lewis (2010), *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (W. W. Norton & Company, N.Y. - London).

necesarias inyecciones de capital que habrán de venir. Como era obvio, estos paquetes de salvataje han generado déficits fiscales cuantiosos, bordeando cifras del 10% del PIB anual, y sus relaciones de deuda pública/PIB ya se acercan al 100%, aun en las economías “fuertes” del G-7, con excepción de Japón... que ya supera el 200% en dicha relación.

También abundan los libros recientes sobre causas y desenvolvimiento histórico de las crisis financieras. Dentro de los más destacados cabe señalar a: Reinhart y Rogoff (2009), Ross (2009), Taylor (2009) y Lewis (2010). Sin lugar a dudas, el de menores credenciales académicas es este

Dichos “chiquillos” (en su mayoría carentes de formación financiera, matemática o actuarial) se re-inventaron el mundo de los bonos corporativos e idearon los esquemas de titularizaciones hipotecarias a mediados de los años ochenta. Ellos derrochaban creatividad para generar “innovaciones financieras” que lograban colarse por las rendijas de una regulación financiera bastante laxa.

último. No obstante, Lewis tiene la importante virtud, frente a los académicos, de haber estado “en las entrañas de la maquinaria-financiera del fin del mundo.” Lewis sí que ha entendido eso de tener una posición “en corto” y su devastador efecto cuando entran los efectos dominó disparando el *stop-loss*.

En efecto, en su exitosa autobiografía temprana, Lewis (1989) relata cómo llegó a ser un “trader” (no muy brillante, pero con muchas habilidades de *Public-Relations*) y con experiencias precoces durante el período 1985-1988. La crítica ha resaltado su agudo sentido del humor, especialmente relatando sus “juegos juveniles” (a sus tiernos 25-27 años) y cómo esas arriesgadas apuestas financieras (magnificadas por sus colegas) terminarían en la quiebra de Salomon Brothers.

Dichos “chiquillos” (en su mayoría carentes de formación financiera, matemática o actuarial) se re-inventaron el mundo de los bonos corporativos e idearon los esquemas de titularizaciones hipotecarias a mediados de los años ochenta. Ellos derrochaban creatividad para generar “innovaciones financieras” que lograban colarse por

las rendijas de una regulación financiera bastante laxa. Precisamente de esos nuevos productos pendían las comisiones cobradas por la banca de inversión a la clientela y sus ganancias; a su vez, allí se anclaba también la magnitud de los “bonos de fin de año” pagados a esos chiquillos (representando entre un 50%-70% de los ingresos anuales de esos *geeks*).

Lo más asombroso es que el propio Lewis (2010) haya podido escribir, décadas más tarde, una historia más madura, analíticamente hablando, donde vuelven a repetirse muchas de las fallas regulatorias de los años ochenta. Sólo que, en el período 1995-2007, esos “juegos financieros” de derivados y productos estructurados terminaron en una crisis sistémica global, con graves repercusiones fiscales. Lo atractivo de esta nueva obra de Lewis es que ilustra a profundidad el nacimiento y las diversas aristas del mercado *subprime* hipotecario, aderezado con personajes del mundo real que parecen sacados de un *script* de Hollywood (*The Economist*, 2010).

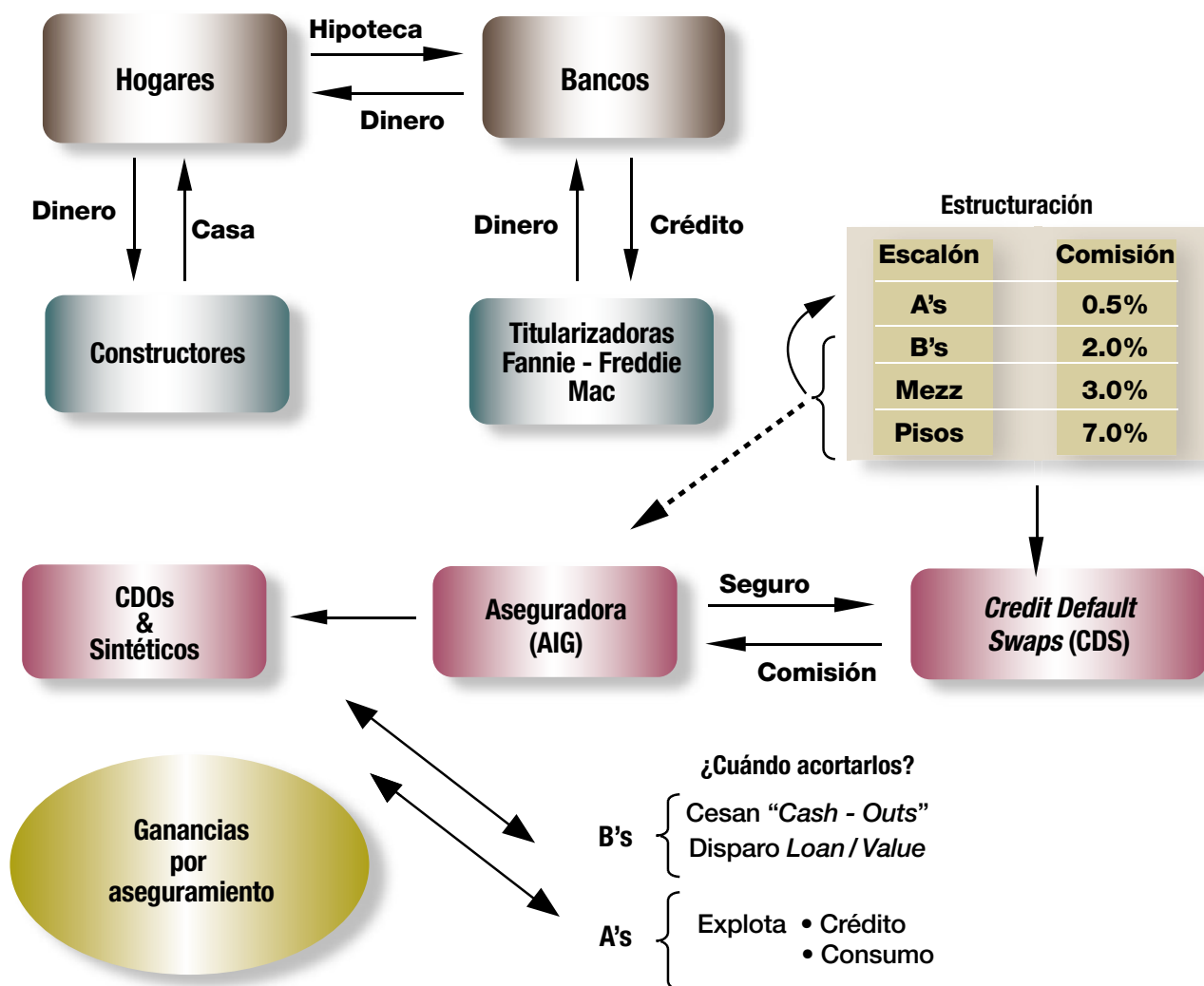
Veamos brevemente el perfil de algunos de los “héroes” de esta historia de Lewis: 1) Eisman es un brillante abogado (judío, cuyo pasatiempo incluye revelar las contradicciones de lógica elemental del Talmud a sus congéneres), quien descubre los efectos financieros-mágicos de expandir las titularizaciones *subprime* (anticipando inclusive las hipótesis del profesor Rajan de la Universidad de Chicago); 2) Vinny, en cambio, es un laborioso contador, ascendiendo desde la clase media-baja de Queens, quien descubre los peligros (reales) de las operaciones fuera de balance, pero quien sabe el valor de “esta rendija” regulatoria, especialmente cuando se trata de calcular actuarialmente la Probabilidad de Incumplimiento (PDI) del mundo *subprime*, y 3) Burry es un médico neo-cirujano, tuerto, cuasi-bipolar, pero no depresivo, con una agudeza mental apta para los negocios financieros (pero inapto para lidiar con pacientes), razón por la cual llega, a manera de pasatiempo, a leer los mercados financieros y descubrir que existen serias inconsistencias que pueden ser explotadas a su favor.

Pues bien, entre ellos y los bancos de inversión (principalmente Deutsche Bank, Goldman

Sachs, Morgan Stanley, ahora sancionados por la SEC por “prácticas dudosas” se “inventaron” cómo: 1) crecer el mercado *subprime*, graduándolo de mercado chatarra a grado de inversión; 2) tomar grandes posiciones financieras, inflándolo; 3) después crear un sistema de seguros sobre créditos hipotecarios, que ellos sabían de alto riesgo, pero que el mercado todavía percibía como de bajo riesgo (incluyendo obviamente a las ignorantes calificadoras de riesgo,

ver. págs.. 171ss); y 4) proceder, finalmente, a pinchar dicha burbuja (apostando en su contra vía *credit default swaps*), para así “cobrar” el seguro, tras sus exitosas apuestas de desastres autofabricados (ver diagrama adjunto sobre detalles de esta secuencia especulativa). Este tipo de operaciones, en el fondo, no es muy diferente de aquellas en que un cónyuge asegura al otro, para después proceder a arreglar su asesinato y así poder cobrar el seguro.

Diagrama. Apostando en contra del crédito hipotecario Subprime



Fuente: elaboración propia con base en Michael Lewis (2010) *The Big -Short*.

Este laborioso libro de Lewis, además, nos enseña muchos hechos factuales-colaterales que los académicos (en realidad) no manejan, pues no han estado “dentro de la máquina-financiera del día del juicio final”. A continuación, vale la pena hacer un breve inventario de los hechos más sorprendentes de este interesante relato de Lewis:

- Muchos créditos hipotecarios *subprime* se “impulsaron” ante las clases medias bajas como una forma de generarles mayor demanda por créditos bancarios de consumo (sí, así como lo lee, el mecanismo era inducir más consumo a través de extraer del crédito *subprime* flujos de caja resultantes, temporalmente, de la supuesta valorización de las viviendas, ver págs. 18ss);
- Los esquemas de prepagos alivian al deudor, pero “castigan” el flujo de caja de los bancos; con frecuencia, la regulación se alineaba en contra de los consumidores al prohibir dichos prepagos, donde precisamente la reglamentación de la Ley Dodd-Frank de 2010 discute estos temas.
- Los llamados *credit default swaps* (CDS) no son *swaps*, son seguros que se desarrollaron para cubrir posibles pérdidas en papeles cuyo PDI era bajo cuando el mercado era “pandito”, pero el cual crecía exponencialmente a medida que el mercado se ampliaba; a la hora del estallido, los únicos protegidos y ganadores eran quienes lograron comprar seguros a bajo precio.
- Lo sorprendente es que quienes crearon dichos CDS se apoyaron en las agencias cuasi estatales (Fannie-Freddie-Mac y AIG, ver págs.29ss) para lograr seguros baratos que después nadie más pudo obtener;
- Los CDS-sintéticos, ideados por gente de Goldman Sachs, fueron “un servicio de lavandería crediticia sobre créditos hipotecarios de las clases medias-bajas” a través de los cuales se escondía el riesgo de cesación de pagos de dichos créditos (ver págs. 73ss); dicho de otra manera, esos papeles se colocaban como si fueran “grado de inversión” y, después, los “traders” usaban la posición propia de sus bancos para apostar en contra de los portafolios de sus propios clientes (Goldman Sachs está

siendo procesado por prácticas inescrupulosas de este tipo en su fondo Global-Alpha).

En fin, la crisis 2007-2008 es casi una reedición ampliada del período 1984-1987, sólo que de mayor calado. Los instrumentos de esta fase moderna se “cranearon” en 1997-2000. Cuando apareció la mini-recesión en septiembre de 2001, simplemente se aprovechó la laxitud gubernamental para profundizar estas titularizaciones hipotecarias *subprime*, intentado salir de dicha recesión durante 2003-2007.

Se ha calculado que el ritmo de valorización de las viviendas tenía que ser de un 6%-8% anual para poder mantener la “caja” que los sobreendeudados hogares norteamericanos extraían de sus créditos hipotecarios. Cuando en 2006-2007 esas valorizaciones anuales cesaron y se iniciaron, de hecho, las desvalorizaciones, pues ocurrió un disparo de la relación Valor del Crédito/Valor de la Vivienda, causando la pérdida de sus viviendas a unos 5 millones de hogares. La otra cara de la moneda eran unas ganancias extraordinarias para aquellos que habían comprado previamente seguros contra esa cesación de pagos que sólo unos pocos (Eisman, Vinny y Burry) anticiparon y apostaron por dicha cesación de pagos. ANIF

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Galbraith, J. K., (1994), *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books.
- Kindleberger, C. (1978), *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons Inc., N.Y.
- Lewis, M. (1989), *Liar's Poker*, Penguin Books, N.Y.
- Lewis, M. (2010), *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, W. W. Norton & Company, N.Y. - London.
- Reinhart, C. and K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University.
- Ross, A. (2009), *Too Big to Fail*, Viking Books.
- Taylor, J. B. (2009), *Getting Off Track*, Hoover Institution Press, Stanford University.
- The Economist* (2010), “Prophets of the Financial Crises: All geek to them” (March 18th); and “Post-Crises Reading” (April 29th).