

+ **Fondos de Inversión Colectiva en Colombia**

+ **Construcción de edificaciones:**  
Todo juega en el desempeño del sector

+ **Desempeño del mercado**  
de la vivienda nueva

+ Entrevista a **Elsa Noguera**  
Ministra de Vivienda, Ciudad y Territorio

# financiera

# carta

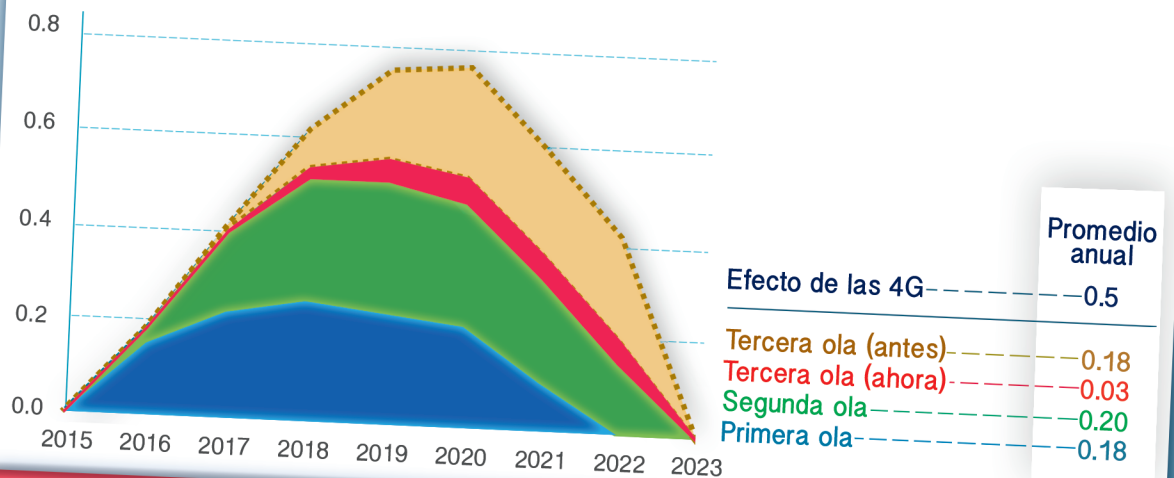
175

SEPTIEMBRE 2016

**ANIF** Centro de Estudios Económicos  
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

## SECTOR CONSTRUCCIÓN Y FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA (FICs)

**Multiplicadores Económicos de la Infraestructura en Colombia**  
[Aceleración del PIB-real por año, %]







“EL BANCO AGRARIO ESTÁ  
EN MICASA,  
EN MI COSECHA  
Y EN TODO EL PAÍS”

GERARDO GARCÍA, AGRICULTOR



En el Banco Agrario de Colombia estamos comprometidos con brindar más oportunidades de progreso a los productores del país, por eso llegamos a donde otros bancos no han llegado.

Línea Gratuita Nacional 018000 915000 • Bogotá (1) 594 8500

Síganos en  /bancoagrario  @bancoagrario

[www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)



 MINAGRICULTURA



Banco Agrario  
de Colombia

Hay más campo  
para todos



No.175 Septiembre de 2016  
**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**

JEFE DE INVESTIGACIONES  
MACROECONÓMICAS:  
**Nelson Vera**

JEFE DE ESTUDIOS  
FINANCIEROS Y PYME  
**David Malagón**

INVESTIGADORES ANIF  
**Julián David Cortes**  
**Ekaterina Cuéllar**  
**Juan Sebastián Joya**  
**Daniela Londoño**  
**María Camila Ortiz**  
**Andrea Ríos**  
**Ana María Zuluaga**

EDITORIA  
**Ximena Fidalgo**

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA  
**Tatiana Herrera**

IMPRESIÓN  
**Legis S.A.**

GERENTE GENERAL  
**María Inés Vanegas**  
Publimarch Ltda. Tel. 305 32 95  
Cel. 310 561 7197

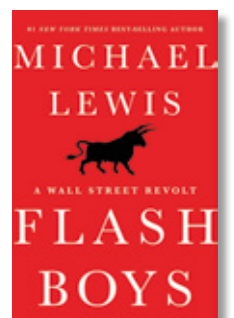
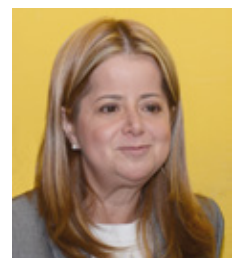


SUSCRIPCIONES

**Rocio Vallares**  
Calle 70 A No.7-86  
Tels 543 30 55 / 310 15 00 / 312 44 70  
Desde cualquier parte del país sin costo  
01 800 011 99 07  
Fax 235 59 47 / 312 45 50 Bogotá

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

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



## Sumario Septiembre de 2016

### EDITORIAL

- 3** ¿Qué progresos muestra el Índice de Competitividad de Colombia?

### ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 8** Fondos de Inversión Colectiva en Colombia  
Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón, Ana María Zuluaga y María Paula Aguirre

- 24** Construcción de edificaciones: Todo juega en el desempeño del sector  
Sandra Forero Ramírez

- 31** Desempeño del mercado de la vivienda nueva  
Alberto Isaza Robledo

- 38** Factores asociados al recaudo tributario territorial en Colombia  
Andrea Ríos Serna

- 50** Transmisión de la política monetaria en Colombia: El carácter heterogéneo del canal de préstamos bancarios  
María Camila Ortiz Gélvez

### NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 60** Del "Plan Colombia" a la "Paz de Colombia"
- 64** Pobreza absoluta, indigencia y desigualdad en Colombia: resultados de 2015
- 68** Análisis del potencial exportador de Colombia

### Obituario

- 72** Juan Mario Laserna: Entre la tecnocracia y la política

### Entrevista

- 74** Elsa Noguera, Ministra de Vivienda, Ciudad y Territorio

### TORRE DE MARFIL

- 82** Los Niños Relámpago: una revuelta al interior de Wall Street

Libro escrito por: Michael Lewis  
Comentado por: Sergio Clavijo

# ¿Qué progresos muestra el Índice de Competitividad de Colombia?

**A** mediados de 2015, Anif lanzó su Índice de Competitividad (IC), buscando sintetizar allí los desafíos que representa el consabido Costo Colombia. Dichos costos aquejan la productividad de sectores clave como el agro y la industria, ambos registrando pobres desempeños durante 2013-2014 frente a una favorable expansión de la economía del 4.7% (en línea con su potencial), ver *Informe Semanal No. 1272 de junio de 2015*.

Comentábamos entonces cómo los lastres de los sobrecostos laborales, energéticos y de transporte-infraestructura han impedido aprovechar la devaluación cambiaria de 2014-2016, producto del fin del auge minero-energético. Esto último, reversando parte de los daños que dejó la Enfermedad Holandesa que muchos funcionarios públicos no lograron identificar mientras ella persistió durante el pasado quinquenio.

Si bien los sectores del agro (creciendo al 3.3% en 2015) y la industria (al 1.2%) mostraron algo de recuperación, todavía se requieren pasos más

fundamentales para pasar del efímero aprovechamiento de la “sustitución de importaciones” hacia la “promoción de exportaciones” sostenible hacia el mediano plazo. Por ejemplo, en el caso del agro, el impulso se fundamentó en los efectos de la renovación cafetera (creciendo al 17% en 2015) y, en el caso de la industria, tuvo que ver con el efecto de la puesta en marcha de Reficar, cuyo sector de petroquímica podría expandirse a ritmos del 7% durante 2016. Pero el resto del sector agropecuario y de la industria no está aportando a expandir las exportaciones no tradicionales, las cuales han seguido desplomándose a ritmos del -12% anual (en dólares) aún en los inicios de 2016.

Además, este desafío se está viendo agravado por la necesidad de no dejar “desbarrancar” el sector minero-energético, el cual no solo debe proveer los insumos para Reficar, sino que debe mantener competitivas las tarifas de energía y gas para el resto de sectores (ver *Informe Semanal No. 1306 de marzo de 2016*). Solo de esta manera será posible retornar a los crecimientos potenciales históricos



del 4.5% (habiéndose reducido ya dicho potencial hacia un 3.5% anual). Va quedando claro el elevado costo de haber postergado la actuación en los frentes estructurales tributarios y de agenda transversal durante el período de auge 2005-2014. Ahora Colombia deberá avanzar en dichos frentes estructurales, en paralelo con la consolidación del proceso de paz, *so pena* de arriesgarse a rebajas en nuestra calificación crediticia, tal como lo han advertido algunas calificadoras internacionales.

En esta nota actualizaremos los diferentes componentes de nuestro IC para tener una mejor perspectiva sobre los progresos y grandes desafíos que aún persisten en materia de diversificación productiva y poder enfrentar así unos abultados déficits gemelos (en lo externo y fiscal).

## Índice de Competitividad de Colombia

Dicho IC mide la productividad-competitividad empresarial en las áreas de: i) tasa de cambio real frente a nuestros 22 principales socios comerciales; ii) sobrecostos en insumos empresariales, destacándose los laborales, de energía y de transporte; iii) calidad del capital humano-educación; iv) carga tributaria empresarial; y v) aspectos institucionales sobre “facilidad para hacer negocios”.

El IC se compone de ocho indicadores en los frentes mencionados, los cuales reciben una calificación de “bueno” (3), “regular” (2) o “malo” (1). En la mayoría de indicadores, la calificación obedece a ordenamientos basados en el rango del promedio

regional (países de América Latina o la Alianza del Pacífico) +/- una cuarta parte de la desviación estándar (DE) de la serie, ver cuadro 1. Dichos puntajes son agregados con ponderaciones uniformes, siendo después normalizados a un índice con valores en el rango 1 (mínimo nivel de competitividad) a 5 (máximo nivel de competitividad). Veamos los componentes del Índice con algún detalle.

### Tasa de cambio real

Anif había expresado su preocupación por el desalineamiento cambiario producido por la prolongada Enfermedad Holandesa durante 2005-2012, acumulando desviaciones del 15%-20% respecto de sus niveles de Paridad de Poder Adquisitivo (ver *Informe Semanal*

**Cuadro 1. Índice de Competitividad - Metodología**

Indicadores	Criterio		
	Malo (1)	Regular (2)	Bueno (3)
Tasa de cambio real (ITCR-IPP)	< Promedio - DE/4	Promedio +/- DE/4	> Promedio + DE/4
Salario mínimo (US\$)	> Alianza Pacífico + DE/4	Alianza Pacífico +/- DE/4	< Alianza Pacífico - DE/4
Sobrecostos no salariales (%)	>50	30-50	<30
Costo energía eléctrica (¢/Kwh)	> América Latina + DE/4	América Latina +/- DE/4	< América Latina - DE/4
Carga tributaria (Tasa efectiva, %)	>35	30-35	<30
Educación (Calidad y cobertura)	< Chile - 5pt	Chile +/- 5pt	> Chile + 5pt
Fletes (US\$)	> Alianza Pacífico + DE/4	Alianza Pacífico +/- DE/4	< Alianza Pacífico - DE/4
Facilidad para hacer negocios (Creación empresas - Cumplimiento de contratos)	> América Latina + DE/4	América Latina +/- DE/4	< América Latina - DE/4

Nota: DE = Desviación estándar.  
Fuente: elaboración Anif.

## ¿QUÉ PROGRESOS MUESTRA EL ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD DE COLOMBIA?

No. 1139 de septiembre de 2012). Ello se reflejó en la tendencia registrada por el ITCR, mostrando apreciaciones acumuladas cercanas al 20% durante 2000-2012, llegando a sus valores mínimos de 97 a finales de ese período.

Durante 2014-2016, dicha tendencia se ha revertido producto de: i) los abultados desbalances externos del orden del 6%-6.5% del PIB que nos deja el fin del auge minero-energético; y ii) las perspectivas de incrementos en la tasa-repo del Fed (materializándose el primer disparo a finales de 2015 y probablemente realizando aumentos por +50pb durante 2016, según el más reciente *dot-chart*). Ello ha implicado pasar de apreciaciones (nominales) del 3% durante 2010-2012 hacia devaluaciones del 7% en 2014 e incluso del 37% en 2015 (probablemente moderándose hacia el rango 15%-20% en 2016).

Toda esta tendencia la hemos capturado mediante calificaciones basadas en las desviaciones de su promedio histórico (en este caso), con rangos de +/- una cuarta parte de la DE. Así, el ITCR recibió una calificación de “bueno” (3) durante 2000-2005, empeorándose a “malo” (1) en 2010, producto de la Enfermedad Holandesa. Pero, durante 2014-2016, dicho indicador ha retornado a “bueno” (3), consistente con la corrección cambiaria (ya discutida), ver cuadro 2.

### Salario mínimo y sobrecostos no salariales

Históricamente, Colombia se ha caracterizado por niveles de salario mínimo elevados al compararse con sus pares de la región, particularmente con aquellos de la Alianza del Pacífico. En ello han incidido los

**Cuadro 2. Índice de Competitividad - Resultados**

Indicadores	2000	2005	2010	2016
	(mínimo 1; máximo 3)			
Tasa de cambio real (ITCR-IPP)	3	3	1	3
Salario mínimo (US\$)	1	2	1	2
Sobrecostos no salariales (%)	1	1	1	2
Costo energía eléctrica (¢/Kwh)	ND	1	1	2
Carga tributaria (Tasa efectiva, %)	1	2	1	1
Educación (Calidad y cobertura)	ND	1	1	1
Fletes (US\$)	1	1	1	1
Facilidad para hacer negocios (Creación empresas - Cumplimiento de contratos)	1	1	1	1
<b>Total (sobre 5)</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.7</b>

Fuente: cálculos Anif.

aumentos del SML a tasas del 1.9% real por año durante la última década, superando el 1.3% real sugerido por la aplicación de la llamada “fórmula universal” (donde la variación real del SML debe equipararse a la productividad laboral).

Dichas diferencias fueron particularmente marcadas en los años 2000 (registrando Colombia niveles de US\$124 en el SML mensual vs. un promedio regional de US\$113) y 2010 (US\$271 vs. US\$232). Más recientemente, Colombia se ha acercado al promedio regional gracias a la mencionada tendencia de devaluación y a la aceptable aplicación de la fórmula universal por parte de la Administración Santos (registrando Colombia niveles de US\$219 en el SML mensual vs. un promedio regional de US\$226), con

desviaciones promedio de 0.4pp/año durante la última década.

Hemos capturado el comportamiento del SML con calificaciones referidas al promedio de este indicador respecto de los países de la Alianza del Pacífico +/- un cuarto de la DE. Esto se traduce en calificaciones de “malo” (1) durante buena parte del período 2000-2010, con rebotes hacia “regular” (2) en 2015-2016 (considerando “ruidos” cambiarios).

Colombia también se ha caracterizado por elevados sobrecostos laborales, incluso con tendencias crecientes hasta 2013, llegando a valores máximos cercanos al 60% del salario. Posteriormente, la Ley 1607 de 2012 logró algunos avances al reducir dichas cargas en 13.5pp (= 3% ICBF + 2%

Sena + 8.5% salud), con lo cual los sobrecostos no salariales descendieron hacia niveles del 50% del salario. Sin embargo, ello aún luce elevado frente al 28% de la Alianza del Pacífico, donde Chile incluso bordea niveles de solo el 12%.

Aquí hemos diseñado rangos de calificación de la siguiente manera: i) “bueno” (3) si los sobrecostos laborales son inferiores al 30%; ii) “regular” (2) si dichos sobrecostos se ubican en el rango 30%-50%, tal como ha pasado en los últimos años con las reducciones ordenadas por la Ley 1607 de 2012 (ya comentadas); y iii) “malo” (1) si son superiores al 50%, como ocurría durante 2000-2010.

### *Costo de la energía eléctrica*

En materia de costos eléctricos para la industria, Colombia registró valores superiores al promedio regional durante 2005 (4.7¢/Kwh en Colombia vs. 4.2¢/Kwh en América Latina) y 2010 (9.8¢/Kwh vs. 8.3¢/Kwh).

Posteriormente, la Administración Santos-I (2010-2014) corrigió parcialmente dicho lastre eliminando la sobretasa del 20% a los usuarios industriales (Ley 1430 de 2010 y PIPE-I). Si bien ello fue suficiente para ubicar a la industria colombiana por debajo de los costos eléctricos promedio de la región en 2015-2016 (9.2¢/Kwh vs. 10.2¢/Kwh en América Latina), todavía nos situamos por encima de competidores directos como Perú (6.4¢/Kwh).

En este caso, la dinámica de los costos de la energía eléctrica la hemos catalogado usando el promedio de América Latina +/- un cuarto de la DE. Así, la evolución en la tarifa de los costos

eléctricos para la industria en Colombia es consistente con una calificación de “malo” (1) durante 2005-2010, con mejoras hacia la calificación de “regular” (2) en 2015-2016, gracias a las reducciones mencionadas.

En este frente, ya mencionamos cómo el país no puede dejar desfallecer el sector minero-energético, pues entonces se encarecería nuevamente la provisión eléctrica y de gas para toda la cadena productiva. La reciente tensión generada por el fenómeno climático de El Niño durante 2015-2016 es una importante alerta sobre los desafíos que allí se tienen.

### *Carga tributaria*

La tarifa efectiva para las empresas ha evidenciado valores elevados en el rango 35%-40% durante la última década, producto de la perversa idea de gravar el capital productivo de las firmas mediante las diferentes variantes del Impuesto al Patrimonio. Incluso, durante el período de la “confianza inversionista” de Uribe I-II (2002-2010) se observaron tasas efectivas del 37% (33% Impormenta + 12% Impopatrimonio - 8% deducciones), aun descontando la gabela tributaria del descuento por reinversión en activos fijos en el Impormenta (hasta un 40%, Ley 863 de 2003).

Bajo la Administración Santos, dicha tasa se ha elevado hacia niveles del 50%, producto de lo mandado en las Leyes 1607 de 2012 y 1739 de 2014. Si bien se redujo el Impormenta empresarial a tasas del 25% (vs. el 33% anterior), se estableció la nueva Contribución Empresarial para la Equidad (CREE, a tasas del 9%). Posteriormente se introdujo el nuevo

Impuesto a la Riqueza, sustituyendo el Impopatrimonio y reiterando la no aplicación de los llamados “contratos de estabilidad tributaria” (que resultaron tan nefastos para el país).

Las tasas del Imporriqueza arrancan en el rango 0.2%-1.15% para 2015-2016 y se irán marchitando hacia el 0.05%-0.4% en 2017, pero el problema ha sido la adopción de sobretasas-CREE hasta del 9% en 2018. Así, dicho esquema ha dejado a las firmas con elevadas tasas impositivas del 47% aun en 2018, a pesar del desmonte del Imporriqueza (= 25% Impormenta + 21.6% CREE), ver *Informe Semanal* No. 1252 de febrero de 2015.

Para efectos de nuestro Índice, esto se traduce en: i) desempeño “malo” (1) si la tasa de tributación efectiva resulta superior al 35%, como ocurrió en Colombia en el año 2000; ii) “regular” (2) si la tasa se ubica entre un 30% y un 35%, tal como ocurrió en 2005 al usar las gabelas tributarias de la “confianza inversionista”; y iii) “bueno” (3) si la tasa efectiva resulta inferior al 30%. Nótese que, en el caso de Colombia, dicha calificación retornó hacia “malo” (1) durante 2010-2016 por cuenta de las desatinadas reformas tributarias (ya comentadas).

### *Educación*

Este rubro de educación incorpora aspectos tanto de cobertura (neta en secundaria) como de calidad (puntaje pruebas Pisa), ponderados equitativamente (50%) y comparados con el referente de Chile. Así, la calificación está referida al promedio obtenido por Chile +/- 5 puntos.

En el frente de cobertura, Colombia logró avances significativos durante



2000-2010 (pasando del 60% al 70%), pero estancamientos en dichos niveles durante el último quinquenio. Ello se compara pobremente con el 85% que registra Chile actualmente. En materia de calidad, Colombia ha registrado mediocres puntajes de 67 durante 2010-2016 (pruebas Pisa, normalizados a una escala de 100), por debajo del 75 observado en Chile.

Estos indicadores (cobertura-calidad) se sintetizaron en un índice promedio (simple), el cual evidencia persistentes calificaciones de “malo” (1) al situarse siempre más de 5 puntos por debajo de Chile.

### *Costo de fletes*

Colombia ha mostrado niveles elevados en sus costos de transporte durante los últimos cincuenta años. Ello se refleja en elevados fletes de transporte (promedio exportación-importación), superando los registros regionales. En efecto, durante 2000-2016, el costo total promedio por contenedor en Colombia se ha mantenido alrededor de los US\$1.700-US\$1.800, muy superior a los registros de la Alianza del Pacífico (US\$1.100). En este caso, el comportamiento del Índice es recogido basándonos en el promedio de la Alianza del Pacífico +/- un cuarto de su DE. Con esto, la calificación de Colombia en materia de fletes de transporte se sitúa permanentemente en “malo” (1).

### *Facilidad para hacer negocios*

En este frente se incorporan elementos de facilidad en la creación de empresas y el cumplimiento de contratos, apalancados en los *rankings* del *Doing Business* del Banco Mundial. Dichos *rankings* son agregados en un

promedio simple, resultando en un indicador consolidado de “negocios”. Teniendo en cuenta este indicador, se asignan calificaciones basadas en el valor promedio para los países de América Latina +/- un cuarto de su DE. En materia de creación de empresas, Colombia ha registrado posiciones en el rango 74-90 durante 2005-2016, siendo estas favorables respecto del promedio regional de 96-112. Por el contrario, en la arista de trámites legales-cumplimiento de contratos, Colombia ocupa posiciones menos competitivas en el rango 141-180 frente al promedio regional de 91-113.


Al consolidar dichos resultados, el indicador de facilidad para hacer negocios muestra posiciones desfavorables frente al promedio de América Latina, donde prevalece el efecto negativo de los trámites legales-cumplimiento de contratos. Allí resulta preocupante la tendencia creciente de la brecha Colombia-América Latina, la cual se ha expandido de unos 11 a 31 puestos durante 2005-2016. Ello implica que la calificación de Colombia en este frente de facilidad para hacer negocios se ha mantenido en “malo” (1) durante todo el horizonte de análisis.

### *Resultados agregados (a manera de conclusión)*

Al agregar todos estos resultados, se observa que Colombia ha estado “rajada” en materia de competitividad durante los últimos quince años, pues el IC nunca sobrepasa puntajes de 3 sobre 5. Sin embargo, se evidencian algunas mejoras recientes, repuntando dicho IC hacia valores de 2.7 en 2016 (vs. 1.7 observado en 2010).

Lo anterior es consistente con mejoras en los frentes de: i) menores costos energéticos, según lo mandado en la Ley 1430 de 2010 y reforzado mediante el PIPE-I; ii) menores brechas del SML contra la región, prácticamente alcanzando los US\$226 de la Alianza del Pacífico en 2016; iii) reducciones de 13.5pp en los costos no salariales, de acuerdo con la Ley 1607 de 2012 (aunque dichos sobrecostos permanecen en niveles elevados cercanos al 50%); y iv) mayor competitividad vía ITCR en línea con el fin del auge minero-energético y las perspectivas de incrementos en la tasa-repo del Fed.

Al margen de dicho repunte del IC, el análisis por componentes muestra lastres permanentes en los frentes de: i) educación, donde los incrementos recientes en cobertura no han estado acompañados por mejoras en calidad; ii) facilidad para hacer negocios, reflejando la actual parálisis institucional de la justicia colombiana; y iii) los elevados costos de transporte, dado el rezago histórico en la dotación de infraestructura.

Ante esta realidad, Anif enfatiza la urgencia de seguir avanzando en materia de reformas transversales: i) acelerar el paso en materia de inversión en infraestructura y logística, para reducir los sobrecostos de transporte; y ii) profundizar las reformas en el frente de reducción de sobrecostos no salariales y menores costos energéticos. Aquí no debe olvidarse que el reciente alivio vía devaluación de la tasa de cambio soluciona solo uno del “rosario” de problemas que enfrenta el aparato productivo nacional, incluyendo los elevados costos de transporte, los salariales y la mala calidad educativa. 

# Fondos de Inversión Colectiva en Colombia \*

Por: Sergio Clavijo, Alejandro Vera, David Malagón, Ana María Zuluaga y María Paula Aguirre\*\*



**E**n Colombia, el Mercado de Capitales ha registrado importantes avances durante los últimos años, tanto a nivel regulatorio como de habilitación de nuevos instrumentos de ahorro-inversión. Allí se destaca la Ley 964 de 2005, la cual introdujo importantes cambios institucionales (como la creación del Autorregulador del Mercado de Valores) y sentó las bases para el desarrollo de algunos mercados (como el de derivados).

Pese a dichos avances, el grado de profundización del Mercado de Capitales local todavía es bajo frente al registrado en algunos referentes regionales. Por ejemplo, la capitalización bursátil de Colombia (en dólares) fue del 39% del PIB en mayo de 2016 frente al 87% del PIB de Chile. Tampoco ha sido muy exitosa la profundización en materia de emisiones de bonos corporativos. En efecto, después del pico de emisiones de dichos bonos de \$13.8 billones (2.5% del PIB) en 2010, esas emisiones se redujeron hasta los \$5.9 billones (0.7% del PIB) en 2015. En contraste, el mercado de deuda pública parece ser el

\* Esta versión corresponde a un resumen de la investigación realizada por el equipo de Anif para el IV Congreso de Asofiduciarias que tuvo lugar en Cartagena en agosto 11-12 de 2016, la cual se ha beneficiado de los comentarios y sugerencias recibidos del equipo de Asofiduciarias y de la Fiduciaria Corficolombiana. Sin embargo, la responsabilidad del contenido es exclusiva del equipo de Anif.

\*\*Director, Subdirector, Jefe de Estudios Financieros y Pyme, e Investigadoras de Anif, respectivamente.  
Email: sclavijo@anif.com.co



"QUIERO SEGUIR  
CONSTRUYENDO UN  
PAÍS MÁS GRANDE"

*Hagamos realidad  
el siguiente paso  
de su empresa*

A través de líneas de crédito apoyamos  
los proyectos que desarrollan la  
economía en las diferentes regiones.

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

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA  
DE COLOMBIA

Banco de Bogotá



Avancemos

Grupo  
AVAL



único que se ha venido consolidando, llegando a representar un 26% del PIB en mayo de 2016 y concentrando cerca del 80% del volumen total transado en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) durante 2014-2016.

También cabe destacar el dinamismo reciente de los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) a nivel local, donde el Decreto 1242 de 2013 vino a mejorar su eficiencia en materia de acceso, administración y supervisión. Anteriormente, estos instrumentos venían siendo regulados por los Decretos 2175 de 2007 y 4805 de 2010, incorporados en el Decreto 2555 de 2010. Esta nueva normatividad se sustenta en la necesidad de acoger estándares internacionales para la industria local de FICs y pretende establecer un lenguaje común al interior de dicha industria.

Gracias a estos avances regulatorios, el valor de los activos de los FICs llegó al 7.3% del PIB en marzo de 2016 frente a niveles cercanos al 18% del PIB en Chile. En términos poblacionales, solo el 3% del total de la población colombiana invierte en FICs frente al 12% en Chile y al 29% en Estados Unidos. Esto evidencia que, si bien ha ocurrido un importante despertar en la industria de FICs de Colombia, donde el número de fondos vigentes se ha incrementado un 40% en 2009-2016 (pasando de 229 FICs en 2009 a 321 en marzo de 2016), su nivel es bajo respecto a otros países de la región.

Por todo lo anterior, resulta pertinente realizar un diagnóstico estructural de la industria local de FICs focalizado en el papel de las fiduciarias como sus administradores más representativos, pues concentran un 75% del total de activos (\$44.9 billones a marzo de 2016).

### I. Descripción del negocio fiduciario en Colombia

Desde la década de los años ochenta-noventa, el proceso de profundización financiera local ha permitido que algunos instrumentos alternativos de ahorro ganen importancia. Entre ellos se destacan los recursos canalizados a través de las fiduciarias, donde se tiene un amplio espectro de posibilidades de ahorro-inversión. En particular, el negocio fiduciario se vio beneficiado por la creación de la Asociación de Fiduciarias en 1986. Posteriormente, la Ley 45 de 1990 obligó a los bancos a crear filiales encargadas exclusivamente de adelantar dichos negocios fiduciarios de forma separada del negocio bancario.

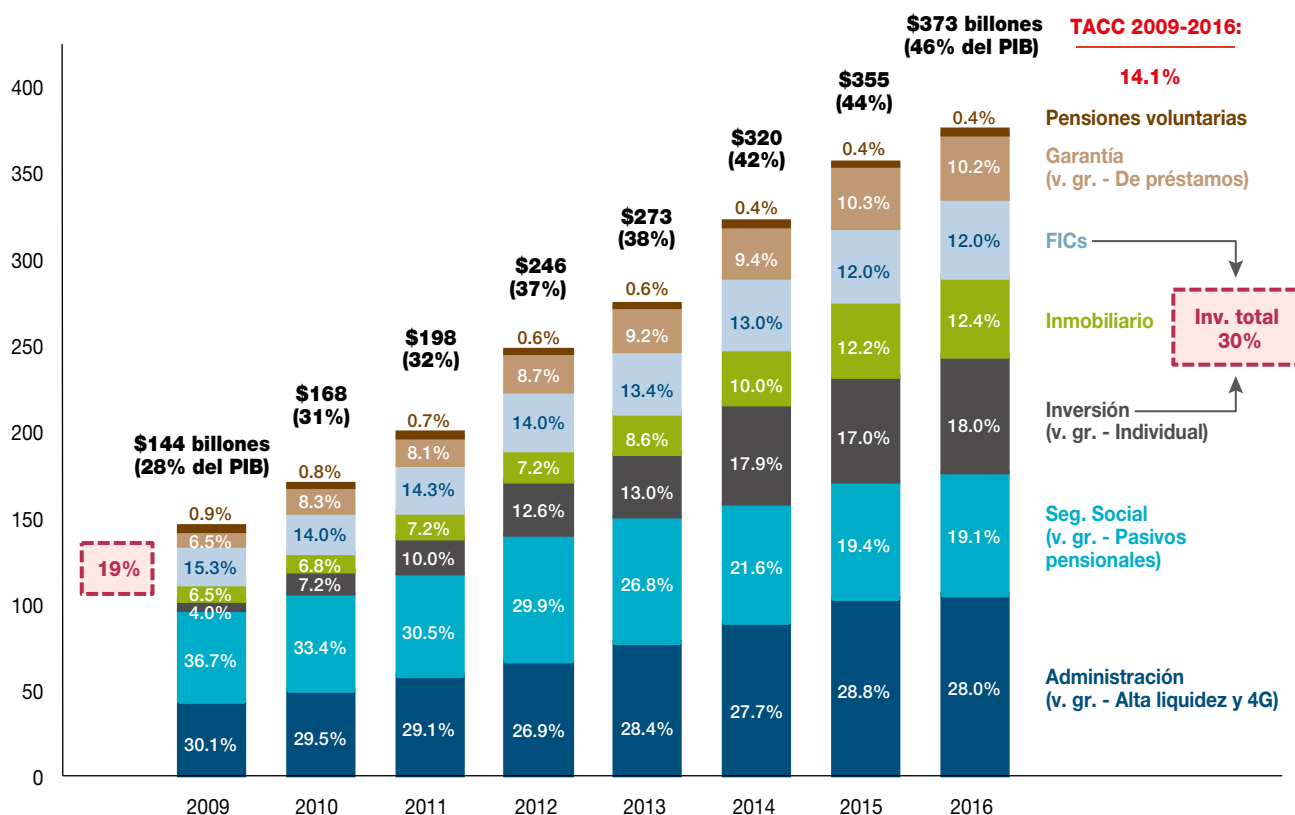
#### *Líneas de negocio*

Durante los años recientes, el negocio fiduciario se ha venido profundizando. En efecto, el valor de los activos fideicomitidos pasó de \$144 billones (28% del PIB) en 2009 a \$373 billones (46% del PIB) en 2016, lo cual equivale a un crecimiento promedio anual del 14.1% (ver gráfico 1). Dichos activos pueden clasificarse en las siguientes líneas de negocio: i) “administración” (v. gr. administración de recursos de alta liquidez y de los proyectos de infraestructura 4G); ii) “seguridad social” (v. gr. administración de los pasivos pensionales como el Fonpet, entre otros); iii) “inversión” (v. gr. recursos con objetivos de inversión individual como los de grupos empresariales o familiares); iv) “inmobiliario”; v) garantía (v. gr. administración de los recursos que fungen como garantía en préstamos comerciales); y vi) “pensiones voluntarias”.

El buen desempeño fiduciario ha estado liderado por los incrementos en los recursos administrados en fiducias de administración (\$105 billones en marzo de 2016, 28% del total), de seguridad social (\$71 billones, 19.1%) y de inversión (\$67 billones, 18%). En particular, la participación de los recursos de la fiducia de inversión se ha incrementado de manera importante en 2009-2016, lo cual se explica por: i) la mayor oferta de productos de esta naturaleza y de sus canales de distribución; y ii) la importancia que han ganado los inversionistas institucionales (incluyendo las personas jurídicas) dentro de la demanda por dichos productos, dadas sus necesidades de inversión tendientes a diversificar sus portafolios. Le siguen, de manera importante, los recursos fiduciarios inmobiliarios (\$46 billones, 12.4%), los FICs (\$45 billones, 12%) y los de garantía (\$38 billones, 10.2%). Estos resultados se han visto favorecidos por: i) las lecciones aprendidas de la crisis hipotecaria-financiera local de los años noventa, lo cual permitió el diseño de un marco de supervisión-regulación bastante robusto para el sector inmobiliario (Ley 546 de 1999); y ii) el Decreto 1242 de 2013, el cual establece el actual marco normativo de los FICs y mejora su eficiencia en materia de acceso, administración y supervisión. En contraste, la línea de negocio relativa a la administración de recursos de pensiones voluntarias fue la menos representativa (\$1.4 billones, 0.4%).

Cabe destacar que los recursos de inversión como un todo (=activos fideicomitidos en la fiducia de inversión + activos FICs) fueron equivalentes al 30% de los activos totales del sector fiduciario (\$112 billones), superando así a la fiducia de administración. Por su parte, el número de fiduciarias en

**Gráfico 1. Activos fideicometidos por línea de negocio**  
(\$ billones, % del total a marzo de 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

el país se ha mantenido relativamente estable, con 25 entidades activas en 2009 y en 2016 (alcanzando un pico de 28 entidades en 2012-2013).

Para realizar un análisis más profundo se clasificaron las sociedades fiduciarias de acuerdo con la forma como operan en el mercado y sus relaciones con diferentes entidades financieras. Así, se definieron los siguientes grupos: i) fiduciarias relacionadas con bancos privados; ii) fiduciarias relacionadas con entidades públicas; iii) fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras; y iv) fiduciarias independientes. Por ejemplo, aquellas sociedades fiduciarias con la posibilidad de acceder a una red bancaria para distribuir sus productos cuentan con un

nicho de mercado y una oferta de valor diferenciada frente a las fiduciarias no “bancarizadas” (v. gr. Fiduciaria Bancolombia, Fidubogotá, Fiduciaria Davivienda). Asimismo, las fiduciarias que dependen o presentan alguna relación con entidades estatales tienen una oferta de valor que se enfoca en servicios para clientes del sector público (v. gr. Fiduagraria). Entretanto, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras (v. gr. Fiduciaria Credicorp) utilizan la red de distribución y el apoyo (comercial, logístico, financiero) de instituciones diferentes a los bancos (v. gr. comisionistas de Bolsa). Finalmente, se encuentran las fiduciarias independientes (v. gr. Alianza Fiduciaria), las cuales no están relacionadas (a nivel financiero, operativo o

comercial) con entidades financieras o de carácter público.

De forma agregada, aquellas fiduciarias relacionadas con bancos privados han dominado la administración de los activos fideicomitidos (68.3% del total en marzo de 2016 vs. 66.2% en 2009), ver gráfico 2. Asimismo, este tipo de fiduciarias fue el más representativo en número (11 fiduciarias en marzo de 2016, que representan el 44% del total vs. 13 fiduciarias en 2009, 52% del total). Sin embargo, se destaca la mayor participación que han venido ganando las fiduciarias de carácter independiente en este frente (13.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 7.5% en 2009), mientras que las fiduciarias

relacionadas con entidades públicas han reducido su participación en el negocio fiduciario (12.0% vs. 19.9%). Por su parte, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras han mantenido su participación de mercado (6.4% del total de los activos fideicomitidos en diciembre de 2009 y en marzo de 2016).

Al corte de marzo de 2016, la fiducia de administración estuvo liderada por las fiduciarias relacionadas con bancos privados (62.9% del total de activos en el negocio de administración, \$65.8 billones) y por las fiduciarias independientes (18.2%, \$19 billones). Entretanto, el negocio de seguridad social estuvo dominado por las fiduciarias relacionadas con bancos privados (57.8% del total de activos en seguridad social, \$41.1 billones) y las fiduciarias relacionadas con entidades públicas (39.1%, \$27.8 billones).

En la fiducia de inversión, las entidades relacionadas con bancos privados

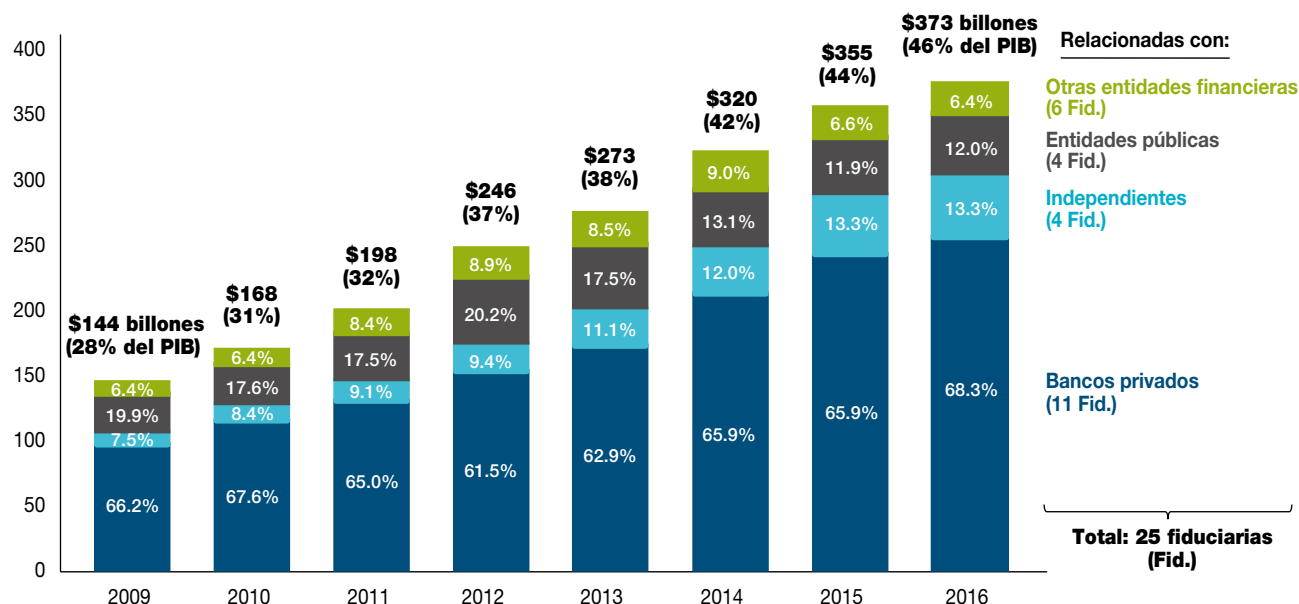
concentraron estos activos (91.2% del total de activos de fiducia de inversión al corte de marzo de 2016, \$61.2 billones), lo cual obedece a que la fiduciaria Cititrust maneja gran parte de la actividad de custodia en el mercado local. Por su parte, las principales fiduciarias en el negocio de fiducia inmobiliaria fueron las relacionadas con bancos privados (50.5% del total de activos inmobiliarios, \$23.3 billones) y las independientes (41.3%, \$19.1 billones). A su vez, la fiducia de garantía estuvo dominada por las entidades relacionadas con bancos (84% del total de activos en garantía, \$31.9 billones).

En cuanto al número de fiduciarias activas en el país, se observa que las fiduciarias independientes se han mantenido estables (4 fiduciarias en 2009 y en marzo de 2016). Sin embargo, en 2010-2013, llegaron a operar 6 fiduciarias independientes. Por el contrario, se presentó una caída del -15% en el número de fiduciarias

relacionadas con bancos privados entre 2009 y 2016 (pasando de 13 a 11 fiduciarias). Por su parte, la cantidad de fiduciarias relacionadas con entidades públicas se mantuvo constante durante el mismo período (4 fiduciarias). Las únicas fiduciarias que aumentaron en número fueron las relacionadas con otras entidades financieras, las cuales pasaron de 4 a 6 entre 2009 y 2016.

Las fiduciarias relacionadas con bancos privados ampliaron sus activos administrados de \$151 billones (23% del PIB) en 2012 a \$255 billones (31% del PIB) en marzo de 2016, creciendo al 13.1% promedio anual. Aunque administran activos de las diferentes líneas de negocios, actualmente han llegado a concentrarse en las fiducias de administración (25.8% del total de sus activos administrados en marzo de 2016) y de inversión (24%). Cabe destacar que al agregar los activos de inversión y los activos FICs, el negocio

**Gráfico 2. Activos fideicomitidos por tipo de fiduciaria**  
(\$ billones, % del total a marzo de 2016)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.



de “inversión total” representó el 36.1% de sus activos administrados.

Asimismo, las fiduciarias independientes incrementaron sus activos administrados de \$23 billones (3.5% del PIB) en 2012 a \$50 billones (6.1% del PIB) en marzo de 2016, logrando crecer al 20% promedio anual. En este caso, cabe destacar que han duplicado los activos administrados en fiducias inmobiliarias (llegando a representar el 38.3% del total de sus activos administrados en marzo de 2016), de administración (38.2%) y en FICs (16.1%). Así, el negocio de “inversión total” (=activos de inversión + activos FICs) apenas representó el 16.4% de sus activos administrados.

En contraste, las fiduciarias relacionadas con entidades públicas redujeron sus activos administrados de \$50 billones (7.5% del PIB) en 2012 a \$45 billones (5.5% del PIB) en marzo de 2016, mostrando una

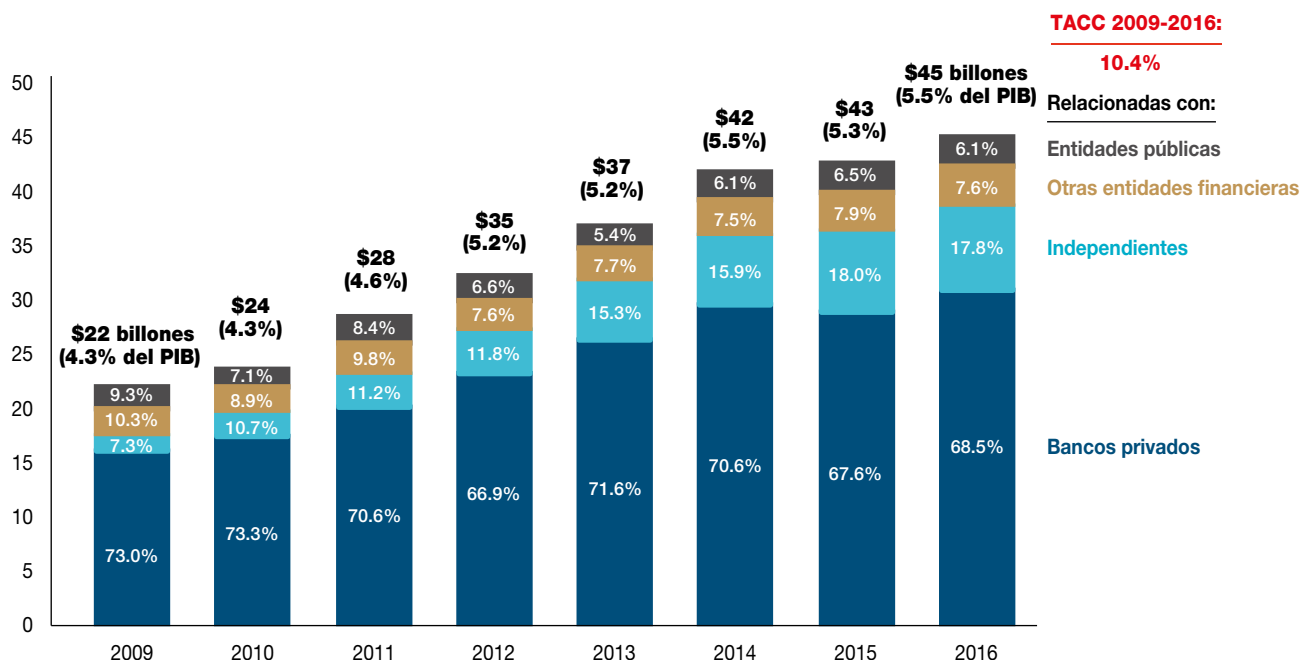
contracción del -2.5% promedio anual. Ello se explica por la reducción de los recursos administrados en seguridad social (\$27.8 billones que fueron equivalentes al 62.3% del total de sus activos administrados en marzo de 2016 vs. \$35.2 billones que fueron iguales al 70.8% del total de activos de esta línea de negocio en 2012). Allí ha incidido la importancia que han ganado las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) en la gestión de los recursos pensionales del Régimen de Ahorro Individual durante los últimos años. No obstante, los FICs (6.1% del total de sus activos administrados en marzo de 2016), la fiducia inmobiliaria (3.3%) y la de garantía (1.6%) mostraron algo de dinamismo al crecer al 3% real anual promedio y compensar parcialmente el drenaje por el lado de los recursos administrados de seguridad social. Con ello, su negocio de “inversión total” solo fue equivalente al 6.6% del total de sus activos fideicomitidos.

Entretanto, el valor de los activos administrados por fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras pasó de \$22 billones (3.3% del PIB) en 2012 a \$24 billones (2.9% del PIB) en marzo de 2016, equivalente a un moderado crecimiento del 2.1% promedio anual. Allí se han reducido las participaciones de los negocios de inversión (23.2% del total de sus activos administrados en marzo de 2016 vs. 43.2% en 2012) y de seguridad social (8.9% vs. 15.2%) para enfocarse en los negocios fiduciarios de administración (34.3% vs. 22.5%), de FICs (14.3% vs. 11.9%) y de garantías (9.7% vs. 2.1%). Dado lo anterior, el negocio de “inversión total” llegó al 37.5% de sus activos fideicomitidos

### Los FICs en el negocio fiduciario

El valor de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias se incrementó de \$22 billones (4.3% del PIB) a \$45 billones (5.5% del PIB) durante 2009-2016, creciendo al 10.4% pro-

**Gráfico 3. Activos FICs administrados por fiduciarias (\$ billones, % del total a marzo de 2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

medio anual (ver gráfico 3). En este frente, las fiduciarias relacionadas con bancos privados también concentran la administración de los FICs (68.5% del total de los FICs administrados por las fiduciarias en marzo de 2016 vs. 73% en 2009). Por su parte, las fiduciarias independientes han ganado bastante preponderancia en el negocio de FICs (17.8% vs. 7.3%). Por el contrario, las fiduciarias relacionadas con otras entidades financieras (7.6% vs. 10.3%) y con entidades públicas (6.1% vs. 9.3%) han reducido sus participaciones en los FICs.

Por tipo de cliente, se tiene que en promedio el 40% del total de los activos FICs administrados por fiduciarias correspondió a fideicomisos en 2011-2016. Por su parte, otro 36% de dichos activos FICs es de personas jurídicas y el restante 24% es de personas naturales. Al analizar el número de clientes de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias, dichos resultados son opuestos. En efecto, de acuerdo con la Encuesta Interna de Asofiduciarias a sus afiliados, el número de clientes de los FICs aumentó de aproximadamente 1 millón de personas a 1.4 millones entre 2011-2015. De dicho total de clientes, aproximadamente un 92% fueron personas naturales, un 6% correspondió a personas jurídicas y apenas un 2% fueron fideicomisos.

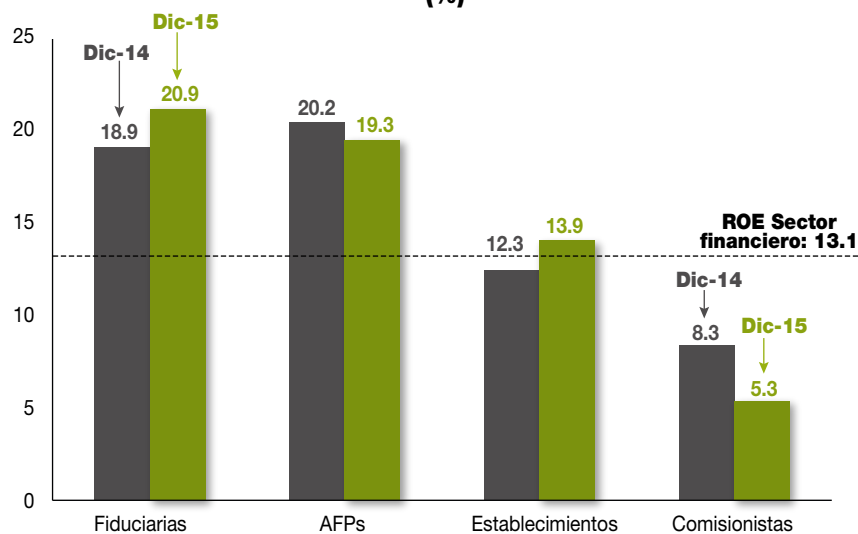
## La rentabilidad fiduciaria

Finalmente, en términos de rentabilidad, todo el negocio fiduciario se ha venido consolidando frente a otros tipos de actividades financieras. Por ejemplo, la rentabilidad del patrimonio (ROE) de las fiduciarias aumentó del 18.9% en 2014 al 20.9% en 2015, porcentaje que se ubicó por encima del resultado de las AFPs (19.3%) y de los establecimientos de crédito (13.9%), ver gráfico 4.

El mayor dinamismo de las diferentes líneas de negocio, destacándose los FICs (anteriormente explicados), ha incidido en estos niveles de rentabilidad fiduciaria. En efecto, las sociedades fiduciarias han venido administrando cerca del 77% de los FICs locales durante 2009-2016, lo cual equivale

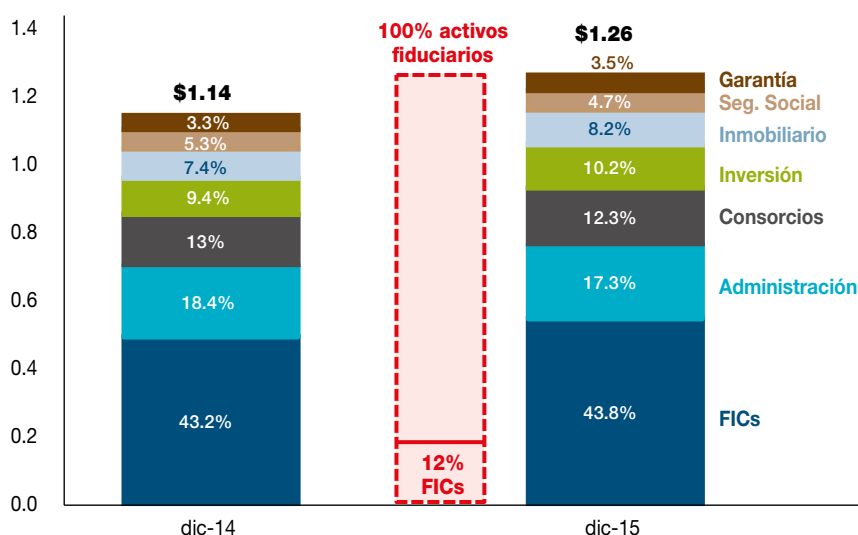
al 4.9% de PIB. Dicha administración de FICs ha generado cerca del 43%-44% del total de las comisiones que recibieron las fiduciarias en 2014-2015 (ver gráfico 5). Esta participación es significativamente elevada frente a las comisiones provenientes de los negocios fiduciarios de administración

**Gráfico 4. Rentabilidad sobre el patrimonio-ROE (%)**



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Asofiduciarias y Dane.

**Gráfico 5. Comisiones de las fiduciarias por línea de negocio (\$ billones, % del total)**

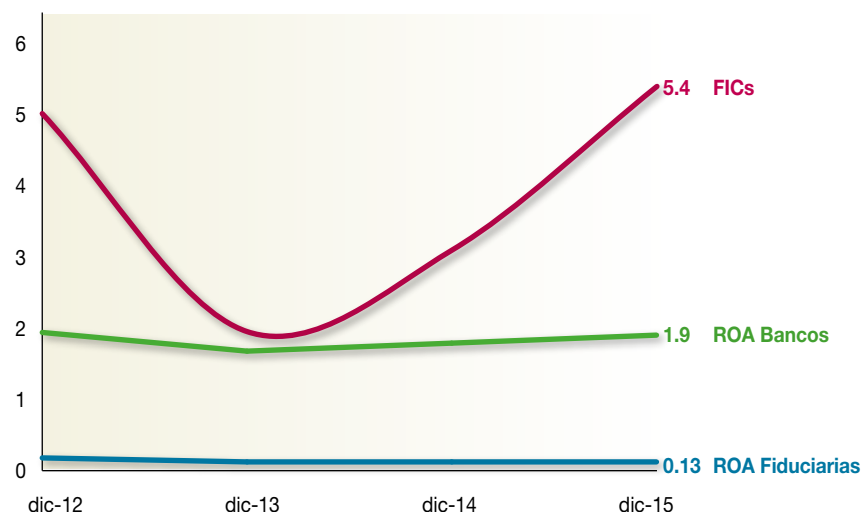


Fuente: Asofiduciarias

(17%-18% del total de las comisiones de las fiduciarias en 2014-2015), de consorcios (12%-13%), de inversión (9%-10%) e inmobiliarios (7%-8%).

La rentabilidad implícita obtenida por los FICs administrados por las fiduciarias se ha recuperado en los años recientes. En efecto, el indicador *rendimientos abonados de los FICs/activos FICs fiduciarios* se incrementó favorablemente del 2% en 2013 al 5.4% en 2015, ubicándose por encima del ROA de los bancos (1.9%) y de las fiduciarias (0.13%) (ver gráfico 6). Ello muestra una gestión eficiente de los FICs por parte de las fiduciarias, donde se ha mantenido un rendimiento positivo luego de comisiones y cercano al 4% promedio anual entre 2012-2015.

**Gráfico 6. Rentabilidad implícita de los FICs (Rendimientos abonados de los FICs/Activos FICs admin. por fiduciarias, %)**



Fuente: cálculos Anif con base en Asofiduciarias.

## II. Diagnóstico del mercado de FICs en Colombia

El Decreto 1242 de 2013 estableció el actual marco normativo de los FICs. Anteriormente, estos instrumentos venían siendo regulados por los Decretos 2175 de 2007 y 4805 de 2010, incorporados en el Decreto 2555 de 2010 (ver Anif, 2012).

Dicha normatividad pretende promover la utilización de los FICs como mecanismos de ahorro e inversión en el Mercado de Capitales local, para lo cual está sustentada en la necesidad de acoger estándares internacionales para dicha industria. Así, junto con el Decreto 1243 de 2013 sobre custodia de valores, se adoptan las mejores prácticas en materia de gestión, transparencia y seguridad para la administración de recursos colectivos. Asimismo, se pretende establecer un lenguaje común al interior de dicho sector (ver Anif, 2013a).

### Fortalezas

De acuerdo con la "Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs" realizada a algunos jugadores representativos de la industria fiduciaria local por parte de Anif, se identificaron las siguientes fortalezas del mercado local de FICs:

1. Se perciben elevados niveles de competencia y eficiencia al interior de la industria, particularmente entre los grandes actores.
2. Es un segmento donde se podrían aprovechar importantes economías de escala-alcance en todas sus actividades (administración, gestión, custodia y distribución) para generar valor-rentabilidad. En el caso específico de la distribución, dichas ventajas son propicias para incrementar los niveles domésticos de inclusión financiera.
3. Son vehículos con gran capacidad de negociación sobre los retornos de sus inversiones (v. gr.

tasas de interés sobre sus CDTs en los bancos), dada la magnitud de sus portafolios.

4. La nueva regulación sobre la materia se considera adecuada, pues mejora aspectos relacionados con: i) la especialización; ii) la transparencia; y iii) la estandarización de actividades y productos (ver gráfico 7).

Pese a esto, es necesario separar la normatividad de los FICs de la de los Fondos de Capital Privado (FCPs), dado que son dos productos diferentes que responden a objetivos financieros bastante distintos (ver gráfico 8). En otras palabras, podría ser útil que los FCPs no sean considerados como FICs, definiendo un marco regulatorio diferente para ambos vehículos. Otra alternativa podría ser que los FCPs sean considerados como un tipo especial de FIC, estableciendo aspectos regulatorios específicos para



dichos vehículos (como ocurre con la fiducia inmobiliaria). Estas propuestas podrían impulsar el mercado local de FICs y de FCPs.

## Debilidades

Con base en las mencionadas entrevistas, se lograron identificar las siguientes debilidades del mercado doméstico de FICs:

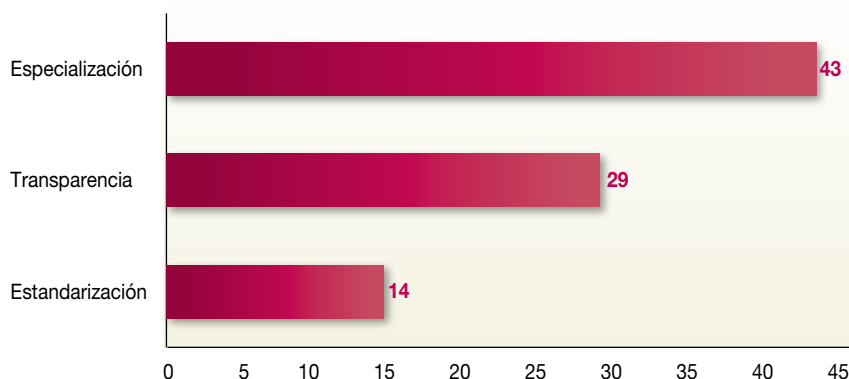
A nivel de regulación-supervisión (ver gráfico 9):

**Supervisión “sobre-protectora”:** La labor de supervisión de la Superintendencia Financiera (SF) sobre el mercado de FICs muchas veces se lleva cabo de manera muy similar a la que se ejerce sobre los fondos de pensiones. Pese a que ambos vehículos “administran” recursos del público, la supervisión desconoce que su “vocación” es distinta.

Respecto a los recursos que componen los FICs (vehículos de inversión por excelencia que se destacan a nivel internacional por sus considerables montos administrados frente a productos financieros tradicionales como las cuentas de ahorro), estos persiguen objetivos específicos de inversión, con plazos que pueden variar de acuerdo con las necesidades de los consumidores (v. gr. educación de los hijos, adquisición de activos fijos, generar valor con excedentes de liquidez, etc.). Por su parte, los fondos de pensiones (vehículos de ahorro) se nutren de recursos que se invierten a largo plazo, con el fin de producir una “masa de ahorro” para la vejez.

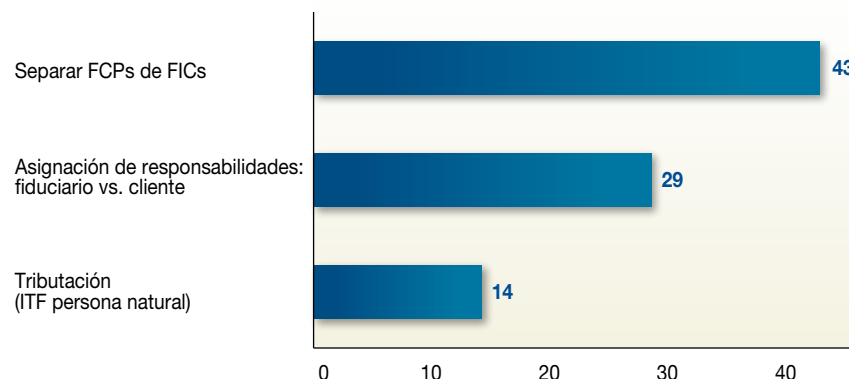
Cuando la supervisión de los FICs no contempla la “vocación” de inversión de sus recursos, implícitamente se está desconociendo la relación directa que existe entre el riesgo y la rentabilidad de los activos financieros, la cual es fundamental para conseguir los objetivos que persiguen los consumidores con dichos vehículos.

**Gráfico 7. ¿Qué aspectos de la regulación de los FICs son adecuados? (% de respuestas afirmativas)**



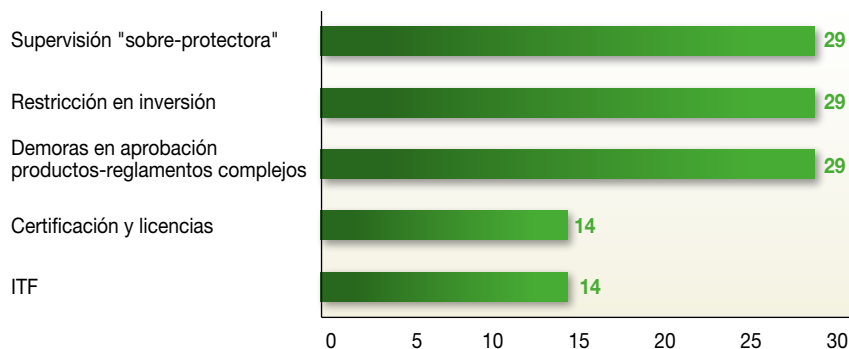
Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif.

**Gráfico 8. Cambios necesarios en normatividad de los FICs (% de respuestas afirmativas)**



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif.

**Gráfico 9. ¿Qué aspectos de la regulación frenan la expansión de los FICs? (% de respuestas afirmativas)**



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif.

# FIDUOCCIDENTE

## SU ALIADO ESTRATÉGICO

En **Fiduoccidente** ponemos a su disposición toda **NUESTRA TRAYECTORIA, EXPERIENCIA Y RESPONSABILIDAD** en la estructuración y ejecución de sus negocios fiduciarios.



### Fiducia Inmobiliaria

- Administramos los activos para sus proyectos inmobiliarios comerciales ó de vivienda.

- Tres productos especializados de acuerdo a su necesidad:



#### 1. Parqueo



#### 2. Preventas



#### 3. Fiducia Inmobiliaria



Más información **Línea de Atención al Consumidor Financiero** en Bogotá al **2973060**, la Línea Nacional **018000 521144** ó ingrese a nuestra página web **[www.fiduoccidente.com](http://www.fiduoccidente.com)**.



**Fiduoccidente**  
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S.A.



Fiduciaria  
de Occidente



@fiduoccidente



Esta “supervisión sobre-protectora” se evidencia en las múltiples sanciones que se imponen a la industria por las pérdidas generadas por los FICs con inversiones más riesgosas, pero con mayor posibilidad de retorno (o de pérdida). Ello obedece a las quejas interpuestas por los consumidores, quienes previamente conocen el reglamento de estos instrumentos y sus riesgos asociados. Como se verá más adelante, gran parte de esta situación también se explica por la falta de educación financiera de los clientes.

De esta manera, la “supervisión sobre-protectora”, al cumplir con su función de salvaguardar los recursos del público, termina muchas veces limitando el proceso de aprendizaje financiero de los consumidores. Todo esto desestimula el diseño e innovación de FICs, concentrando su oferta en productos de bajo riesgo-retorno.

Regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales: Localmente, la entrada en operación del esquema de multifondos (Ley 1328 de 2009; Decretos 2373, 2949 y 2955 de 2010; Decreto 857 de 2011; y Decreto 709 de 2012) ha permitido explotar de mejor manera la frontera de posibilidades de inversión de los fondos de pensiones (ver Anif, 2013b). No obstante, los límites regulatorios que operan sobre las inversiones de estos agentes institucionales continúan siendo bastante restrictivos para la toma de posiciones en activos financieros con calificaciones crediticias de riesgo medio-alto, es decir, aquellas calificaciones por fuera de “grado de inversión”.

Lo anterior termina condicionando la oferta de emisores a nivel local, incentivando la demanda institucional hacia activos de riesgo mínimo-bajo (“grado de inversión”). En consecuencia, los emisores con mayor

riesgo (y, por ende, con mayor retorno) quedan en desventaja por falta de demanda y liquidez de sus emisiones.

Ello dificulta el diseño de portafolios con alternativas de inversión que pueden ofrecer mayores relaciones de riesgo-rentabilidad. Por tales motivos, la industria de FICs no cuenta con suficientes opciones para diversificar sus productos. Así, la mayoría de dichos vehículos queda conformada por los activos con mayor disponibilidad-liquidez en el mercado doméstico, los cuales proporcionan bajas combinaciones de riesgo-retorno.

Como resultado, la oferta local de FICs queda concentrada en productos básicos (principalmente, en posiciones del mercado monetario), con baja capacidad de innovación-diferenciación-sofisticación.

Demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta de soporte digital: La nueva normatividad sobre FICs busca hacer más expedita la aprobación de productos y sus reglamentos, particularmente en el caso de las “familias de fondos”. Sin embargo, los tiempos para dicho trámite por parte de la SF continúan siendo demasiado extensos.

Estas demoras en la aprobación de productos-reglamentos (así como la incorporación de correcciones en los mismos) muchas veces ocasionan que la “oportunidad de negocio” se pierda para la industria.

Adicionalmente, la SF no permite que la industria de FICs proporcione los reglamentos a los clientes a través de medios digitales (soporte digital), pues es obligatorio entregarlos en físico. Ello hace más engorroso y costoso el proceso de información al consumidor sobre los productos en los que está invirtiendo.

Reglamentos de FICs de difícil entendimiento: En algunos casos, el cumplimiento de las disposiciones regulatorias establecidas por la SF lleva a que los reglamentos de los FICs sean muy extensos y estén escritos en un lenguaje bastante técnico a nivel financiero y jurídico. Ello dificulta su comprensión por parte de los consumidores, quienes deben entenderlos antes de tomar decisiones sobre invertir en FICs.

Esto genera una “barrera de entrada” implícita a los consumidores, dados sus bajos niveles de educación financiera (como se verá más adelante), desincentivando la inversión en FICs.

Costos por certificación AMV de la “fuerza comercial”: El nuevo marco normativo de los FICs (y las disposiciones de la SF que lo reglamentan) obliga a la red comercial de la industria a certificarse ante el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) como profesionales idóneos de dicho mercado, según lo dispuesto en el Decreto 2555 de 2010. Pese a que esa certificación busca elevar los estándares de profesionalismo del mercado local, su obtención implica elevados costos para las Sociedades Administradoras de FICs (SAFICs), dada la magnitud de su fuerza comercial, particularmente para aquellas fiduciarias que comercializan estos productos a través de la red de sus bancos.

En consecuencia, dicha certificación encarece el proceso de promoción de FICs a nivel local, lo cual desincentiva su diseño-innovación y comercialización.

“Des-especialización” del mercado por mezcla de licencias financieras: Actualmente, las licencias de funcionamiento que se otorgan a las fiduciarias les permiten dedicarse a las fiducias (propriadamente dichas) y al segmento de FICs. Sin embargo, esta mezcla de licencias

financieras que se registra en el sector fiduciario puede inducir a una pérdida de incentivos para que existan entidades especializadas que se focalicen exclusivamente en las actividades relacionadas con los FICs (administración, gestión, custodia y distribución), tal como se observa a nivel internacional.

En algunas fiduciarias esta situación podría estar llevando a que los FICs operen como un producto que depende (a nivel de clientes, activos, etc.) de las fiducias ofrecidas, pese a que generan mayores ingresos. Con ello, al interior de ciertas fiduciarias se podrían estar generando subsidios cruzados entre los negocios de fiducia y los FICs, desincentivando el diseño e innovación de estos últimos.

**Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF o “4x1.000”):** Este impuesto limita de manera considerable el proceso de inclusión financiera local, pues desestimula la utilización de vehículos de ahorro-inversión ofrecidos por el sistema financiero formal, como es el caso de los FICs (ver Anif, 2015). Ello obedece a que el ITF representa

un costo implícito adicional por el uso de los mencionados instrumentos, especialmente en el segmento de personas naturales, drenando parte de su rentabilidad.

A nivel de infraestructura de mercado (ver gráfico 10):

**Costos de los custodios:** La nueva regulación de FICs propende por la especialización y la competencia en las actividades relacionadas con dicho mercado (administración, gestión, custodia y distribución). En el caso particular de la custodia, dicha normatividad establece que las SAFICs obligatoriamente deben contratar los servicios de esta actividad (salvaguardia de valores, compensación-liquidación de operaciones y administración de derechos patrimoniales) con las fiduciarias autorizadas por la SF para ofrecer este servicio.

Pese a lo anterior, dentro de la industria local de FICs se registran elevados costos por concepto de los custodios, dado que estos vienen operando como un oligopolio, pues únicamente 3 entidades de este tipo prestan sus

servicios en el mercado doméstico (Cititrust, Corpbanca y BNP Paribas).

En consecuencia, dichos costos se terminan transmitiendo al consumidor vía menor rentabilidad de sus inversiones en FICs.

**Costos de los proveedores de información:** La industria de FICs percibe elevados costos por la información financiera necesaria para la valoración de los activos que componen estos instrumentos (curvas de referencia, precios, tasas de interés, etc.). Ello obedece a que el mercado local cuenta únicamente con 2 entidades especializadas en el suministro de esta información (Infovalmer y Proveedor Integral de Precios-PIP), lo cual sugiere un oligopolio en la prestación de este servicio.

Dichos costos se transmiten directamente al consumidor, drenándole rentabilidad a sus inversiones.

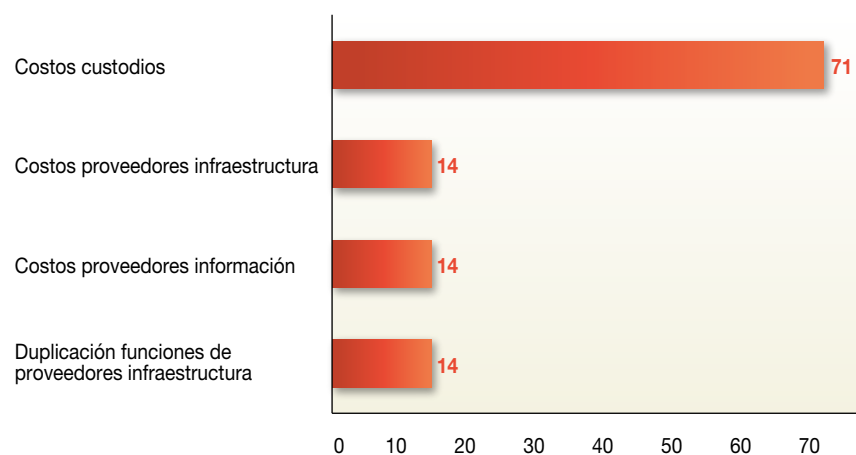
**Costos por no integración en los proveedores de infraestructura:** El funcionamiento independiente de las plataformas de negociación y los depósitos de valores genera una duplicación de costos (tecnológicos y de recurso humano) en los procesos del Mercado de Capitales local. Sin embargo, la fusión de dichas plataformas es algo que ha estado en discusión recientemente.

Estos costos, al igual que los ya referenciados, reducen la rentabilidad de las inversiones del consumidor.

A nivel de oferta-demanda del mercado (ver gráfico 11):

**Riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones:** Localmente, se han evidenciado algunas experiencias negativas recientes en la administración-gestión de FICs, generando considerables pérdidas

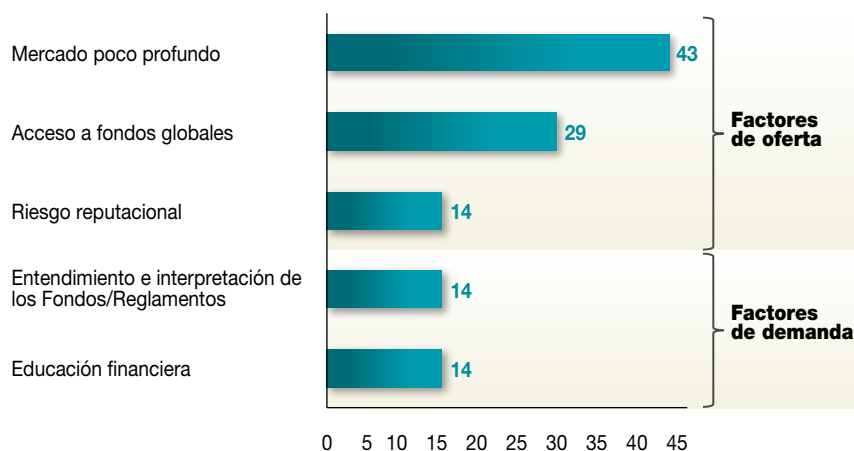
**Gráfico 10. Problemas de la infraestructura del mercado de los FICs (% de respuestas afirmativas)**



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif.



**Gráfico 11. Factores de oferta y demanda que frenan la expansión de los FICs**  
(% de respuestas afirmativas)



Fuente: Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs-Anif.

para los consumidores (v. gr. Fondo Premium de Interbolsa). Este riesgo reputacional ha permeado a toda la industria, estigmatizando sus productos.

En consecuencia, se registra un elevado grado de prevención por parte de los consumidores respecto a las alternativas disponibles en la industria de FICs, desestimulando la inversión en estos vehículos.

**Bajos niveles de educación financiera:** Se evidencian bajos niveles de educación financiera, particularmente en el segmento de persona natural, lo cual dificulta el conocimiento-entendimiento respecto a los FICs y sus reglamentos.

Esta situación no permite que los consumidores logren diferenciar claramente los conceptos de “ahorro” y de “inversión”. Ello afecta a la industria local de FICs a través de dos vías principales: i) bajos niveles de demanda por los FICs disponibles en el mercado; y ii) concentración de la oferta de FICs en productos básicos de bajo riesgo-retorno (que son de

fácil entendimiento para el público), debido a la alta aversión al riesgo del consumidor colombiano.

Lo anterior, junto con la “supervisión sobre-protectora” (ya referenciada), conlleva una preferencia regulatoria y cultural por la inversión en activos financieros con bajas relaciones riesgo-retorno en el Mercado de Capitales local, desestimulando la innovación-diferenciación en la oferta de FICs.

## Conclusiones

Hemos realizado un diagnóstico estructural de la industria local de FICs, focalizado en el papel de las fiduciarias como sus administradores más representativos (concentrando un 75% de los \$60 billones de activos de los FICs) y teniendo como referente su actual marco regulatorio.

Las principales conclusiones pueden resumirse de la siguiente manera, según los tópicos discutidos:

## Descripción de la industria fiduciaria y sus FICs

El negocio fiduciario se ha venido profundizando en los últimos años, pues el valor de los activos fideicomitidos pasó de \$144 billones (28% del PIB) en 2009 a \$373 billones (46% del PIB) en marzo de 2016. Dicho desempeño ha estado liderado por los incrementos en los recursos administrados en fiducias de administración (\$105 billones en marzo de 2016, 28% del total), de seguridad social (\$71 billones, 19.1%) y de inversión (\$67 billones, 18%). Asimismo, el valor de los FICs administrados por las sociedades fiduciarias creció al 10.4% promedio anual durante 2009-2016.

La industria fiduciaria presenta un alto nivel de competencia, donde las entidades relacionadas con bancos privados son actores fuertes. En efecto, dichas entidades han dominado la administración de los activos fideicomitidos (68.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 66.2% en 2009), al igual que concentran la administración de los FICs (68.5% del total de los FICs administrados por las fiduciarias en marzo de 2016 vs. 73% en 2009). Sin embargo, se destaca la mayor participación que han venido ganando las fiduciarias de carácter independiente en el negocio fiduciario (13.3% del total de los activos fideicomitidos en marzo de 2016 vs. 7.5% en 2009) y en los FICs (17.8% vs. 7.3%).

El ROE de las fiduciarias llegó al 20.9% en 2015, superior al resultado de las AFPs (19.3%) y de los establecimientos de crédito (13.9%). El mayor dinamismo de las diferentes líneas de negocio, destacándose los FICs, ha incidido en estos niveles de rentabilidad fiduciaria. En efecto, la administración de FICs ha generado cerca del 43%-44% del total de las

comisiones que recibieron las fiduciarias en 2014-2015. Por su parte, la rentabilidad obtenida por los FICs de las fiduciarias se ha recuperado en los años recientes, pues el indicador *rendimientos abonados de los FICs/activos FICs fiduciarios* se incrementó favorablemente del 2% en 2013 al 5.4% en 2015 (vs. 2% promedio del ROA de los bancos).

A partir del informe “Conocimiento de los Fondos de Inversión Colectiva” de Asofiduciarias se observó que los potenciales clientes fiduciarios redujeron levemente la propensión a ahorrar entre 2013 y 2015, donde se presentaron bajos niveles de ahorro en FICs (4% de los encuestados señaló que ahorra en un FIC). Por su parte, dicha población disminuyó su inversión en productos financieros entre 2012 y 2014, donde se observó una alta concentración e incremento en la tenencia de fondos de pensiones, mientras que se redujeron considerablemente los FICs.

Se destaca el bajo conocimiento que los potenciales clientes tienen de las fiduciarias y sus productos (particularmente los FICs) al compararse, por ejemplo, con productos de los establecimientos de crédito (cuentas corrientes o de ahorro). Asimismo, estos clientes asocian a las fiduciarias más con el tema de administración de recursos que con mecanismos de inversión. Y, de esto último se desprende que los FICs están más asociados al ahorro que a la inversión, donde cabe evaluar hasta qué punto la propia regulación podría estar frenando su expansión.

Por medio de la “Entrevista de Conocimiento del Negocio Fiduciario y de los FICs” realizada por Anif hemos logrado hacer una caracterización de este negocio desde varios frentes. *Se resalta la importancia de los FICs*

*para las fiduciarias en términos de rentabilidad, eficiencia y número de clientes frente a las otras líneas de negocio. Además, se encuentra un alto nivel de competencia tanto en fiducias como en FICs, donde las fiduciarias relacionadas con los bancos privados se perfilan como los actores más fuertes. Igualmente, se refleja la alta aversión al riesgo del cliente fiduciario, llevando a que los porcentajes de ahorro sean bastante superiores frente a los de inversión. Por su parte, aunque la mayoría de los encuestados considera que la regulación actual es adecuada, encuentra en ella limitantes a la expansión de los FICs.*

### **Caracterización del Mercado de Capitales local**

A partir de los avances regulatorios de 2005, el mercado accionario local tuvo un excelente comportamiento entre 2006-2012. En efecto, la capitalización bursátil (en dólares) local pasó del 35% del PIB en 2006 al 74% en 2012. Sin embargo, este indicador se redujo sustancialmente y alcanzó el 39% del PIB en mayo de 2016 (vs. 31% del PIB en 2015). Allí han incidido los malos resultados de las firmas minero-energéticas locales, debido al desplome petrolero y del carbón, pero también ha habido “contaminación” sobre el resto de sectores. Ello igualmente refleja las debilidades estructurales de la economía colombiana (“fin anticipado del auge minero-energético”, pérdida de competitividad del agro e industria, y elevada concentración exportadora en *commodities*).

Esto deja a Colombia con niveles de profundización accionaria marginalmente superiores a los de Brasil (38% del PIB en mayo de 2016) y México (36%), pero bastante distantes de los de Chile (87%) y Estados Unidos

(139%). De hecho, si se computa en este indicador de Colombia únicamente la porción emitida por las firmas, la capitalización bursátil efectiva del país tan solo ascendió al 12% del PIB en abril de 2016, señalándonos que aún queda mucho camino por recorrer. A esto se suman los bajos niveles del indicador de liquidez de renta variable local (4% del PIB en mayo de 2016 vs. 8% en 2010), evidenciando la baja negociación de este instrumento.

El mercado de renta fija corporativa también tuvo una fase ascendente en 2006-2011. En efecto, el *stock* de bonos corporativos aumentó del 4.2% del PIB en 2006 al 7.5% del PIB en 2011. Sin embargo, dicho mercado ha perdido dinamismo y su *stock* apenas llegó a niveles aproximados del 7% del PIB en 2015-2016. Este estancamiento se explica por: i) menores emisores e intermediarios; ii) reducción en la demanda por parte de los inversionistas locales y extranjeros; y iii) deterioro en la formación de precios en el mercado secundario. Dichos niveles de profundización de los títulos de renta fija corporativa privada son cercanos a los de Perú (7% del PIB), pero se alejan considerablemente de los observados en México (18%), Brasil (32%) y Chile (40%).

Contrario a lo observado en la renta variable y renta fija corporativa, el mercado de deuda pública parece ser el único que se ha venido consolidando en Colombia. Allí, el saldo de los TES clase B se incrementó del 23% del PIB (\$86.2 billones) en 2006 al 26% del PIB (\$198.6 billones) en mayo de 2016, concentrando cerca del 80% del volumen total negociado en la BVC durante 2014-2016.

Entretanto, el valor de los activos de los FICs ha venido creciendo del 5% del PIB (\$25.4 billones) en 2009 al 7.3% del PIB (\$60 billones) en marzo

de 2016. Por tipo de SAFIC, las fiduciarias administraron el 75% de los activos de los FICs (\$44.9 billones) al corte de marzo de 2016, seguidas por las comisionistas de Bolsa (24.2%; \$14.5 billones) y las sociedades administradoras de inversión (0.9%; \$0.6 billones).

A pesar de la expansión de los FICs, sus niveles de utilización local siguen siendo bajos frente a los referentes de la industria como Chile (donde sus FICs representan cerca del 18% del PIB) y Brasil (50% del PIB). De hecho, los referentes regionales distan mucho del 150% del PIB de Estados Unidos. Asimismo, solo el 3% del total de la población colombiana invierte en FICs respecto del 12% en Chile y del 29% en Estados Unidos. En este frente, cabe destacar que el bajo nivel de profundización del Mercado de Capitales colombiano también explica la baja utilización de los FICs como resultado de la poca “sofisticación” de nuestros mercados de ahorro-inversión.

Curiosamente, esa baja penetración local de los FICs y la renta variable local no parece obedecer a limitaciones regulatorias específicas (pues en el caso de la deuda corporativa todavía queda algún camino por recorrer en materia normativa), sino más bien a factores estructurales relativos a la informalidad de nuestros mercados y a la baja tasa de ahorro de los hogares, actualmente bordeando el 10% de su ingreso disponible. Otro factor que incide negativamente sobre estos bajos índices de ahorro tiene que ver con la falta de alfabetismo financiero del grueso de los consumidores, donde tan solo un 3% de la población colombiana ha recibido educación financiera. Evidencia de ello es una “ciega preferencia” por instrumentos

tradicionales de ahorro prácticamente “a la vista”, lo cual no solo ubica a los FICs por debajo de la “frontera de posibilidades”, sino que inhibe la extensión de la curva de rendimientos de la función de inversión.

### *Diagnóstico del mercado de FICs en Colombia*

El Decreto 1242 de 2013 busca mejorar la eficiencia de los FICs y promover su utilización en el Mercado de Capitales local. Para ello se adoptaron algunos estándares internacionales en materia de gestión, transparencia y seguridad para la administración de recursos colectivos. Allí se destacan: i) la especialización de las actividades relacionadas con el funcionamiento de los FICs (administración, gestión, custodia y distribución); ii) la introducción del mecanismo de tipos de participación; iii) la creación de las “familias de fondos”; iv) la definición del deber de asesoría especial y la segregación de la distribución especializada; v) la promoción a través de cuentas *ómnibus*; y vi) la ampliación de los activos aceptables para invertir. Todo esto ha fortalecido la administración y supervisión de los FICs.

Las fortalezas identificadas en la industria local de FICs son: i) se perciben elevados niveles de competencia y eficiencia; ii) exhibe importantes economías de escala-alcance en todas sus actividades; iii) son vehículos con gran capacidad de negociación sobre los retornos de sus inversiones (v. gr. tasas de interés de sus CDTs en los bancos); y iv) el nuevo marco regulatorio sobre la materia (Decretos 1242 y 1243 de 2013).

Las debilidades identificadas en la industria local de FICs son: i) supervisión “sobre-protectora”;

ii) regímenes de inversión restrictivos para los inversionistas institucionales; iii) demoras en la aprobación de productos, de reglamentos y falta de soporte digital; iv) reglamentos de FICs de difícil entendimiento; v) costos por certificación AMV de la “fuerza comercial”; vi) “des-especialización” del mercado por mezcla de licencias financieras; vii) ITF; viii) costos de los custodios, de los proveedores de información y por la no integración en los proveedores de infraestructura; ix) riesgo reputacional por malas administraciones-gestiones; y x) bajos niveles de educación financiera.

Para superar gran parte de los “cuellos de botella” de la industria local de FICs, Anif recomienda en materia de regulación-supervisión:

- Aprovechar la regulación actual en cuanto a: i) rapidez en los trámites de aprobación de los FICs, a través de la figura de las “familias de fondos” y fijando plazos para dicha labor; ii) incentivos para la competencia y la especialización en las actividades de gestión-custodia relacionadas con los FICs y en los servicios de infraestructura de mercado, lo cual permitiría reducir los costos asociados a dichas actividades y crear valor en la industria a través del diseño y la innovación de FICs; iii) permitir que los consumidores tengan acceso a los reglamentos de los FICs a través de medios-soportes digitales, lo cual facilitaría su proceso de información; y iv) propender por unos reglamentos de FICs más cortos y redactados en un lenguaje más sencillo, lo cual facilitaría el entendimiento de los FICs por parte de los clientes y mejoraría su proceso de toma de decisiones de inversión.

- Revisar el costo de la certificación AMV para la “fuerza comercial” relacionada con los FICs. Ello incentivaría la comercialización-innovación de estos vehículos.
- Impulsar la oferta de emisores locales y la demanda por sus instrumentos, aprovechando las mejoras regulatorias introducidas recientemente en el Segundo Mercado (Decreto 1019 de 2014) y la iniciativa liderada por la BVC tendiente a profundizar el mercado local de bonos corporativos conocida como “Hoja de Ruta para Potenciar el Mercado de Deuda Privada en Colombia”. Con ello, la industria local de FICs tendría a su disposición un espectro más amplio de activos financieros para diseñar-sofisticar y diversificar este tipo de vehículos, mejorando su oferta.
- Insistir en el desmonte del ITF para impulsar de manera importante la demanda local por FICs, particularmente en el segmento de personas naturales, pues reduciría sus costos de utilización.
- Propender por una supervisión de los FICs que reconozca la vocación de inversión que tienen estos instrumentos y el papel fundamental que juega el Mercado de Capitales en el desempeño de los mismos (riesgo vs. retorno); todo ello sin desproteger al consumidor financiero.

Algunas recomendaciones tendientes a mitigar las debilidades encontradas en el tema de infraestructura de mercado son:

- Impulsar la competencia en la prestación del servicio de suministro de información para la va-

loración de activos financieros, la cual permitiría reducir los costos y mejorar la eficiencia operativa en la industria de FICs.


- Promover las sinergias entre los proveedores de infraestructura del Mercado de Capitales (plataformas de negociación vs. depósitos de valores), con el fin de evitar duplicidad de funciones y de costos.

Finalmente, en cuanto a la oferta y la demanda del mercado de FICs se recomienda:

- Promover la comercialización de FICs internacionales a nivel local (como en Chile y México), lo cual ampliaría la oferta de productos. También se podría contemplar la posibilidad de comercializar FICs locales en mercados internacionales (como se ha venido analizando en el marco de la Alianza del Pacífico). Para esto, se podría impulsar el uso de plataformas tecnológicas que ofrecen FICs de varios mercados externos (v. gr. Allfunds Bank).

- Desarrollar esquemas masivos de distribución de FICs (tal como ocurre en Chile, donde los FICs se pueden distribuir por medio de corredores de seguros), en aras a incrementar la base de clientes potenciales. Para ello se puede aprovechar la distribución por cuenta propia o a través de terceros especializados.

- Pese al elevado analfabetismo financiero local, la industria debe realizar esfuerzos en el diseño-innovación de FICs que respondan a las necesidades de los consumidores, con el objetivo de dinamizar la demanda. Para esto, es fundamental el fortalecimiento de las áreas de ventas y mercadeo del sector.

- Aprovechar los impulsos regulatorios recientes a la educación financiera (Leyes 1328 de 2009 y 1450 de 2011) para que los consumidores cuenten con mayores herramientas de análisis en sus decisiones de ahorro-inversión. Ello incrementaría la demanda potencial por FICs en el Mercado de Capitales local. 

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2012), “Carteras colectivas”, *Enfoque* No. 67 de noviembre de 2012.
- Anif (2013a), “Los Fondos de Inversión Colectiva”, *Enfoque* No. 77 de diciembre de 2013.
- Anif (2013b), “El esquema de multifondos generacionales y su impacto en Colombia”, *Enfoque* No. 69 de febrero de 2013.
- Anif (2015), “Regulación bancaria: sus costos y efectos sobre la bancarización”, marzo de 2015.



# Construcción de edificaciones: Todo juega en el desempeño del sector

Por: Sandra Forero Ramírez \*

**E**s bien conocido que el sector de la construcción es un instrumento de gran relevancia en la política económica, siendo muy reconocida su contribución para acelerar el crecimiento, crear empleo y convertirse en un pilar simultáneo del consumo (con relación a los insumos), la inversión (hogares y firmas) y el valor agregado. El concepto teórico detrás de estas características que destacan al sector de la construcción como un sector de amplio arrastre sobre la industria y el aparato productivo de las economías fue acuñado por Hirschman (1958) bajo la designación de encadenamientos hacia adelante y hacia atrás (*forward and backward linkages*).

La principal característica del sector viene dada por su capacidad de impulsar las industrias proveedoras de insumos, en un primer nivel, y seguir generando efectos multiplicadores sobre la cadena de valor que alimenta a su vez a estas industrias.

Adicionalmente, sus encadenamientos hacia adelante subyacen de ser un insumo para la financiación y la prestación de actividades inmobiliarias, sin desconocer los efectos positivos para los sectores mobiliarios y de servicios de remodelación. Solo en el caso de Colom-



\* Presidente Ejecutiva de Camacol. E-mail: [presidencianacional@camacol.org.co](mailto:presidencianacional@camacol.org.co)

www.larepublica.co

**LR**  
LA REPÚBLICA

Suscríbese escaneando este código con su smartphone



# SOMOS EL PRIMER DIARIO DE NEGOCIOS DE COLOMBIA

BOGOTÁ 422 7600 opción 1-1-1 CEL.: 312 5840319  
LÍNEA GRATUITA NACIONAL 018000 510 051 opción 1-1-1

MEDELLÍN PBX: (4) 335 94 95. BARRANQUILLA Tel: (5) 358 16 47. REGIONAL CARTAGENA Tel: (5) 664 26 80.  
CALI PBX: 661 66 57. BUCARAMANGA Tel: (7) 632 20 32. PEREIRA Tel: (6) 324 51 28. MANIZALES Tel: (6) 884 37  
73. CENTRO – ORIENTE Tel: 422 76 00 ext. 1058.

Sujeto a disponibilidad de cobertura geográfica. / Para hacer uso del código QR es necesario contar con plan de datos.

En Colombia, ya existen cerca de 13 millones de viviendas en todo el territorio nacional que demandan más de \$5 billones anuales en insumos para reparaciones y remodelaciones, valor que se suma a los \$30 billones que se requieren en materiales para la construcción de 28 millones de metros cuadrados nuevos desarrollados cada año. Con esto, y las obras civiles, se generan 1.4 millones de empleos directos para el país.

Ahora bien, las actuales preocupaciones sobre el contexto macroeconómico y su impacto en el desempeño sectorial describen, en la mayoría de casos, cambios en las tendencias de los mercados. En el caso de la construcción de edificaciones existe una reciente ambigüedad en su lectura. Por un lado se describe, como es natural, un desempeño procíclico del sector con relación a la economía. En otros casos se sobreestima el impacto de la política pública y de estímulos al sector, sin prever los efectos de ajustes sanos y oportunos de algunos segmentos del mercado.

Ambas líneas de lectura de la actividad conceden un análisis plausible de los fundamentales macro del sector, como los precios por ejemplo; sin embargo, el sesgo suele estar dado por la omisión de algunos *drivers* fundamentales para interpretar la dinámica y los riesgos de la actividad edificadora: la demanda, la oferta, los segmentos, los destinos, las regiones y la política pública.

En el presente artículo se abordarán algunos de estos elementos con el propósito de establecer escenarios de discusión sobre las perspectivas de la actividad, no obstante los factores particulares que en muchos casos subyacen de temas no económicos

ni predecibles, y que pueden aportar o restar a su desempeño.

## Contexto macrosectorial

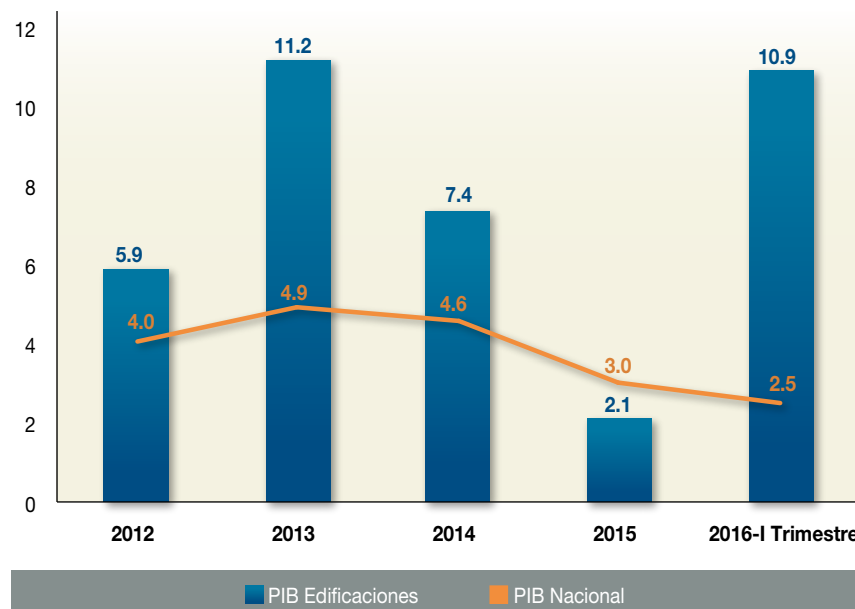
Desde el año 2015, la economía nacional ha enfrentado señales evidentes de desaceleración, motivadas, entre otros, por la caída de los precios de las materias primas y la reversión abrupta del ciclo minero-energético, con sus discutidos efectos sobre los frentes fiscales, monetarios, cambiarios, productivos y comerciales del país. Tasas de crecimiento de la economía del 4%, el 4.9% y el 4.6% en los años 2012, 2013 y 2014, respectivamente, contrastan con el 3% del año 2015 y el 2.5% que se puede prever al cierre de 2016.

En ese lapso, el crecimiento anual del valor agregado que genera la construcción de edificaciones mos-

tró tasas del 5.9%, el 11.2%, el 7.4% y el 2.1% para las anualidades entre 2012 y 2015, con el positivo resultado observado al primer trimestre de 2016 que alcanzó una tasa del 10.9%, es decir más de cuatro veces el de la economía en su conjunto (gráfico 1). Las causas de este comportamiento se soportan, entre muchas otras, en el impulso generado por la política pública con los programas asociados a la vivienda de interés social y los estímulos contracíclicos a la inversión en vivienda del rango medio, en los programas PIPE y PIPE 2.0, además de los aportes que desde diferentes mercados como el de oficinas y comercio ha recibido el sector en la actividad constructiva no residencial.

Sin embargo, las facciones de la desaceleración económica reciente sugieren una reconfiguración estructural del aparato productivo, situación que obliga a repensar las fuentes de

**Gráfico 1. PIB Nacional vs. PIB edificaciones (2012-2016, I-trim, variación % anual)**



Fuente: Dane - Elaboración DEET CAMACOL.

crecimiento que hagan sostenible el dinamismo económico de largo plazo, con sectores estratégicos que coadyuven con esa transición. Así, es probable que la importancia que ha cobrado el sector de la construcción de edificaciones pueda apoyar la formación de un nuevo modelo económico a través de la transición efectiva de una economía con alta dependencia del petróleo y los minerales a una estructura económica más moderna en la que los servicios, la agroindustria, el turismo y la generación de valor agregado serán los grandes generadores de empleo, crecimiento y bienestar, con oportunidades incluso en el frente externo mediante el impulso de exportaciones de productos y servicios relacionados con la construcción de edificaciones, atrayendo inversión extranjera, lo que beneficiará la balanza comercial y el ingreso de divisas.

### La inversión en vivienda: ¿es hora de comprar?

Esa es la pregunta más frecuente para 9 de cada 10 hogares que compran su vivienda con el propósito de habitación, pero que además realizan su inversión con la expectativa de valorizaciones que acrecienten su patrimonio. Las encuestas de percepción de Fedesarrollo, en su componente de disposición para la compra de vivienda, describen un ambiente negativo fuertemente influenciado por la percepción general del consumo, la coyuntura inflacionaria y los sonados recortes en el empleo en algunos sectores de la economía. A junio de 2016, el indicador de confianza del consumidor en su componente de momento para la compra de vivienda presentó una contracción de 33 puntos, pasando del 12% en julio de 2015 al -21% en julio del presente año.

Sin embargo, la respuesta a esa pregunta debe contener suficiente claridad de lo que implica la definición de un buen momento para comprar. Desde la perspectiva de la accesibilidad a la vivienda, hay condiciones que describen un panorama más complejo que en el promedio de los últimos años, en particular las tasas de interés que son hoy entre 100 y 120 puntos básicos superiores a los lustros precedentes. Pero por otro lado, es importante entender tres aspectos que hoy juegan a favor de la accesibilidad de los hogares a la vivienda: i) la oferta de proyectos en los estratos medios ha cobrado relevancia y mayor participación frente a los últimos años; ii) la dinámica de precios promedio ha entrado en una fase de estabilización en su crecimiento; y iii) la gran disponibilidad de subsidios tanto para la cuota inicial como a la tasa de interés enmarcan un positivo momento.

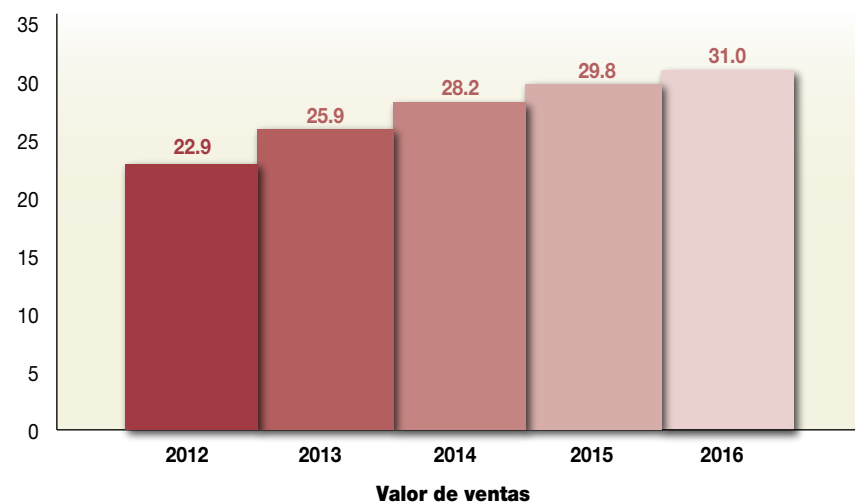
Esto se ha reflejado en que, pese a esa percepción negativa sobre el

mercado habitacional del país, los hogares han encontrado señales objetivas suficientes para soportar su decisión de inversión en vivienda nueva. De acuerdo con el sistema de Información de Camacol - Coordinada Urbana, en el último año terminado en julio de 2016, la inversión en la compra de vivienda alcanzó \$31 billones, nivel un 4% mayor (en términos constantes) a la del año terminado en julio de 2015. El gráfico 2 muestra que la inversión en vivienda es la mayor de los últimos años.

### Heterogeneidad de los mercados inmobiliarios regionales: ¿hacia dónde va la vivienda?

El buen contexto del mercado de vivienda de los últimos años ha tenido dinámicas regionales diversas. Dos factores han marcado ese desempeño: i) la importancia de los municipios

**Gráfico 2. Inversión en Vivienda Nueva 2012-2016**  
Acumulados anuales a julio de cada año  
(\$ billones de julio de 2016)



Fuente: Coordinada Urbana.







que conforman las aglomeraciones urbanas en torno a las grandes ciudades del país, y ii) el fortalecimiento de los mercados inmobiliarios en ciudades intermedias. Las características de ese desplazamiento han estado determinadas particularmente por la escasez de suelo urbanizable en las grandes ciudades, lo que a su vez determina fenómenos de enca-

recimiento sucesivo de los terrenos desarrollables haciendo inviable los proyectos, y por el creciente y acelerado proceso de urbanización que se da en la mayoría de regiones del país (tabla 1).

La sostenibilidad de esos mercados va mucho más allá de la coyuntura reciente. Al analizar la oferta de vi-

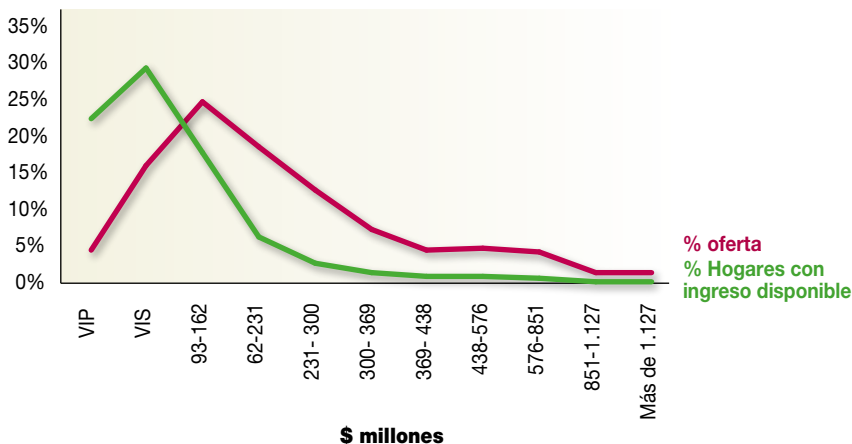
vienda nueva bajo la lupa del actual contexto económico, es evidente que la sostenibilidad de mediano plazo dependerá, en mayor medida, de la alineación de dicha oferta con la estructura de ingresos de la población. En el gráfico 3 se observa la distribución de la oferta de vivienda de acuerdo con los ingresos de la población requeridos para poder comprarla. En el escenario óptimo, la oferta de vivienda debería, en la fase recesiva del ciclo sectorial principalmente, alinearse de manera precisa con la estructura de ingresos de la población. En la actualidad, si bien se presenta una buena alineación en el promedio nacional, existen mercados con un menor grado de alineación, como los casos de Cartagena, Barranquilla y Cali; y otros como Cúcuta, Pasto, Ibagué y Pereira, que han fortalecido su oferta en segmentos de ingresos medios con gran demanda potencial.

**Tabla 1. Participación capital vs. municipios aledaños- Ventas anuales de vivienda a julio de 2016-unidades**

	Unidades	Participación %
 Medellín	6.337	27
Resto	17.100	73
<b>Total Región</b>	<b>23.437</b>	<b>100</b>
 Pereira	2.378	39
Dosquebradas	3.787	61
<b>Total Región</b>	<b>6.165</b>	<b>100</b>
 Barranquilla	6.447	71
Soledad	2.575	29
<b>Total Región</b>	<b>9.022</b>	<b>100</b>
 Bogotá	34.901	49
Cundinamarca	35.776	51
<b>Total Región</b>	<b>70.677</b>	<b>100</b>

Fuente: Coordinada Urbana.

**Gráfico 3. Participación oferta de proyectos vs. hogares con ingresos disponibles suficientes (Julio 2016)**



Fuente: Coordinada Urbana.

## Indicadores de riesgo del mercado: un modelo para preservar

Para la dinámica de la vivienda nueva y su nivel de ajuste frente a entornos económicos adversos es importante conocer la exposición al riesgo de la oferta disponible. En Colombia, desde comienzos de la década pasada, el modelo de comercialización, financiación y construcción de la vivienda nueva tuvo ajustes importantes que, con soporte reglamentario y prácticas del mercado, ha venido reduciendo su nivel de exposición al riesgo y el impacto frente a cambios en el ciclo económico y sectorial. Tres indicadores permiten validar preliminarmente esta tendencia.

El primero de ellos es la oferta de vivienda terminada por comerciali-

zar. En la actualidad, el 3.9% de la oferta disponible en los proyectos constructivos se encuentra terminada. En contexto, ese indicador se encuentra en niveles inferiores al promedio de los últimos años (4.5%) y ciertamente inferior al último episodio de desaceleración económica del año 2009 (8%). El segundo tiene que ver con la proporción de proyectos ofertados sobre planos, la cual registra que en la actualidad 63 de cada 100 viviendas nuevas en oferta corresponden a proyectos en fase de comercialización y sin avance constructivo, lo que lleva a lograr un punto de equilibrio que permite el desarrollo pleno del proyecto desde su fase comercial, y blinda el riesgo de las compañías frente a las expectativas y su flujo efectivo de caja, sumado a los positivos efectos para controlar la existencia de oferta terminada en el mercado. Por último está la rotación de los inventarios. Entre enero y julio de 2016, una unidad de vivienda nueva en el mercado demoraba 7.5 meses promedio para ser comercializada, y aunque el indicador es 0.5 meses superior al promedio del mismo período del año 2015 y superior en 1 mes frente a su promedio histórico, no hay cambios estructurales del mercado que describan frenadas súbitas de las ventas ni riesgos no controlables desde la oferta disponible y el lanzamiento de nuevos proyectos.

En conclusión, los riesgos que describe el mercado desde de su modelo de promoción, comercialización y construcción de proyectos inmobiliarios se mantienen en niveles controlados, sin obviar que para ciertos segmentos, como los estratos altos de algunas ciudades, deben analizarse con detalle estos indicadores, particularmente bajo el actual contexto económico.

## La política de vivienda: un aporte fundamental

Si bien es previsible que algunos segmentos del mercado de vivienda experimenten un ajuste en línea con el entorno generalizado de desaceleración, los efectos de la política de vivienda en los programas de Mi Casa Ya – Cuota Inicial y los subsidios a la tasa de interés para los segmentos de clase media del mercado (PIPE 2.0) han sido fundamentales para la sostenibilidad y el desempeño del sector. En los últimos doce meses terminados en julio de 2016, las ventas de proyectos en viviendas del segmento Mi Casa Ya – Cuota Inicial han crecido anualmente un 8.8%. De igual forma, el segmento de viviendas con precios entre 135 SMMLV y 335 SMMLV llegó a las 77.110 unidades en el último año, representando una variación anual positiva del 18%. En total, en los últimos doce meses se han comercializado 144.319 unidades de vivienda en los segmentos objeto de la política, representando el 79% del total de las unidades del mercado. Para preservar esos volúmenes de actividad en vivienda en los próximos años será fundamental establecer fuentes permanentes de financiación de la política y mantener todos los esfuerzos para controlar los riesgos del mercado e impulsar el ahorro de los hogares y la profundización del sistema hipotecario en el país.

## Inestabilidad jurídica en el desarrollo de proyectos constructivos: ¿y quién responde por esto?

Desde la oferta, hay un factor fundamental que desestimula el lanzamiento de proyectos y que se puede agravar

bajo un escenario de incertidumbre económica: la inestabilidad jurídica que se presenta en torno al desarrollo de proyectos constructivos. El sector no puede sostener sus inversiones y planear desarrollos de mediano y largo plazo con las constantes amenazas a los derechos legítimos de las empresas, que además de formales, ciñen sus inversiones de manera estricta a las disposiciones contenidas en la ley y los actos reglamentarios. Tiene ya un complejo sentido de riesgo para el sector lidiar con un ciclo económico y prever las inversiones, apostarle al desempeño sectorial y alinear esfuerzos de cara a la coyuntura de las ciudades y sus regiones; sin embargo, la inestabilidad jurídica entra y sale sobre el desarrollo de los proyectos constructivos desde su concepción, pasando por la planificación, ejecución e incluso una vez cumplidas todas sus fases.

En el desarrollo de proyectos se vienen presentando afectaciones por decisiones arbitrarias e improcedentes en materia de ordenamiento territorial; debilidades en la preservación de los derechos adquiridos que soportan inversiones de hogares y compañías; inestabilidad y mala interpretación en la aplicación del ordenamiento jurídico en torno al sector; uso injustificado de disposiciones ambientales que afectan directamente los proyectos; ausencia de información de calidad para intervenir y aprovechar los usos formales del suelo; trámites adicionales sin soporte ni articulación con la legislación nacional, y desidia administrativa e institucional para cumplir con los procesos que deben surtir las firmas constructoras en el desarrollo de los proyectos. Garantizar la oferta necesaria de proyectos requiere sentar precedentes que marquen una clara línea entre la potestad administrativa y la autonomía en la toma de decisiones,

y la ilegalidad y arbitrariedad en la actuación pública que desestimulan la inversión.

### Construcción de proyectos no residenciales: una mirada

El rápido crecimiento urbano no solo ha incrementado la demanda de espacios residenciales, sino que está asociado también con la edificación de una gran variedad de espacios que permiten el acceso de la población a los distintos servicios urbanos y garantizan una mejor calidad de vida. Así, la importancia de los destinos no residenciales dentro de la actividad edificadora se refleja en una participación cercana al 50% en el valor de la producción, y representa cerca del 30% del área total en proceso.

Entre el primer trimestre de 2010 y el mismo período de 2016, el área total en proceso de construcción en el desarrollo de obras no residenciales se ha expandido en más del doble, hasta llegar a 9.6 millones de

metros cuadrados. Para este período, los destinos de mayor crecimiento correspondieron a oficinas (15.9%) y comercio (14.7%). Por el contrario, el destino de educación (9.8%) y administrativo público (-3.4%) presentaron los resultados más discretos. En esa lógica se discuten las perspectivas de los segmentos de mayor desempeño durante los últimos años: oficinas y comercio. Estos segmentos claramente tienen un mayor efecto procíclico que el del mercado de vivienda y se encuentran mucho más alineados con el desempeño de actividades comerciales, industriales y de servicios. En ese sentido, los reportes inmobiliarios registran que, por ejemplo, en el caso del mercado de oficinas el ajuste será previsible con estimaciones que describen un volumen de actividad hasta un 30% inferior al volumen actual durante los próximos dos años, y con niveles de vacancia de la oferta de espacios disponibles que pueden llegar hasta el 20% en algunos mercados. Para el caso de la construcción de edificaciones con vocación al comercio, la visión es menos desalentadora. De 1.6 millones de metros cuadrados que

inician construcción anualmente, se prevé que durante los próximos dos años el volumen de área nueva en construcción puede permanecer con tasas de crecimiento anuales del 5%.

### Perspectivas sectoriales: ¿dónde están las fuentes de crecimiento?

No se pueden negar las afectaciones del actual ciclo económico sobre ciertos elementos de la actividad edificadora; sin embargo, no se puede cargar de perspectivas negativas una actividad que luce potencialidades importantes para su desempeño en los próximos años. La construcción de edificaciones, en particular de vivienda, además de reproducir el auge y la desaceleración de la economía, tiene efectos sociales y redistributivos sobre el conjunto de la población. La decisión de invertir puede sesgarse por fases del ciclo económico, pero elementos como el proceso de urbanización que enfrenta el país; la creciente formación de clase media; la persistencia de un mercado de arrendamiento para el 50% de los hogares del país; la decreciente tendencia en el tamaño de los hogares, y la recuperación prevista de algunos mercados regionales son elementos que no se pueden desligar del análisis. Desde el gremio, la perspectiva de crecimiento del PIB de edificaciones para el cierre de 2016 es del 5.2%, con un sesgo al alza que la podría llevar al 9.7% si se ejecutan los avances de obra de los programas de vivienda y de construcción de establecimientos educativos previstos para 2016. Para 2017, la proyección es del 5.1% anual que describiría un escenario de moderación alineada con factores del contexto económico interno y foráneo. **AINIF**





# Desempeño del mercado de la vivienda nueva

Por: Alberto Isaza Robledo \*



## 1. ¿De dónde venimos? Evolución 2010-2015

En los últimos siete años, el crecimiento de sector de las edificaciones ha estado marcado por un excelente desempeño en las ventas de vivienda nueva, alcanzando los mayores niveles de la historia y satisfaciendo una demanda que en el pasado no estuvo atendida, en especial la correspondiente a vivienda de interés social. Así, el número de unidades vendidas muestra un crecimiento en estos años del 62.7%, pasando de 72.886 unidades en el año 2009 en las prin-

\* Gerente General de La Galería Inmobiliaria. E-mail: albertoisaza@hotmail.com



## DESEMPEÑO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA NUEVA

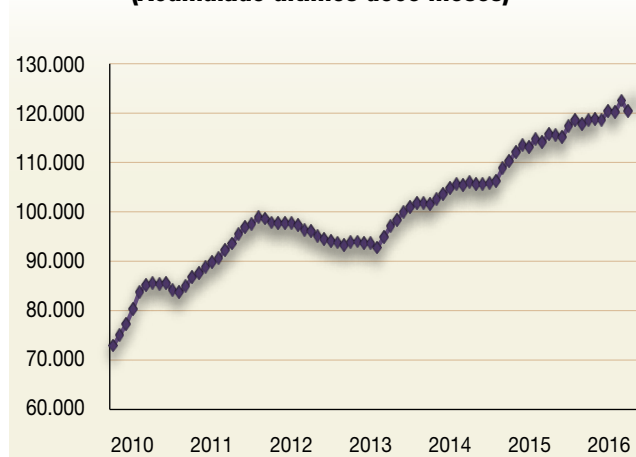
cipales ciudades del país, incluyendo las áreas metropolitanas o municipios aledaños, a 118.626 en 2015. Las ventas en pesos han crecido en un 12.2% real anual, pasando, en pesos constantes de 2016, deflactadas por inflación, de \$10.9 billones a \$21.8 billones en igual período.

Los programas gubernamentales implementados y el alto nivel de inversión realizado en apoyos a la compra

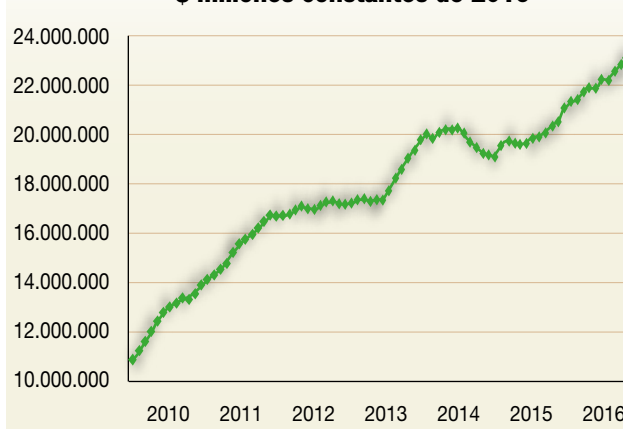
de vivienda, sumado a los niveles de las tasas de interés, el desempeño económico y la excelente opción que para los inversionistas ha sido la finca raíz ante otras alternativas del mercado, han permitido este desempeño, lo cual se refleja claramente en las curvas de ventas, tanto de vivienda de interés social como aquella con precios superiores, con crecimientos anuales del orden del 9.3% para la primera y del 7.5% para la No VIS.

Los cambios que se han implementado en la política de vivienda desde el año 2009 han venido marcando un hito en la historia del sector, no solo como política anticíclica que permite generar importantes impactos en la economía del país a través del impulso a la construcción de vivienda, sino facilitando el acceso a las familias para la compra de vivienda propia a través de los subsidios a la tasa de interés y a la cuota inicial,

**Ventas en Unidades de Vivienda Total a Nivel Nacional  
(Acumulado últimos doce meses)**

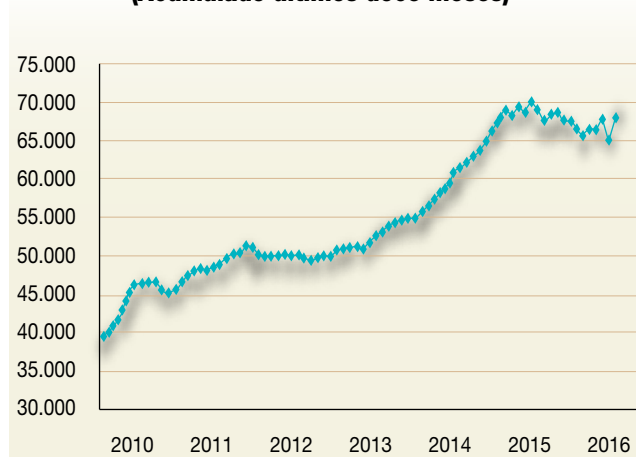


**Ventas Vivienda Total a Nivel Nacional  
(Acumulado últimos doce meses)  
\$ millones constantes de 2016**

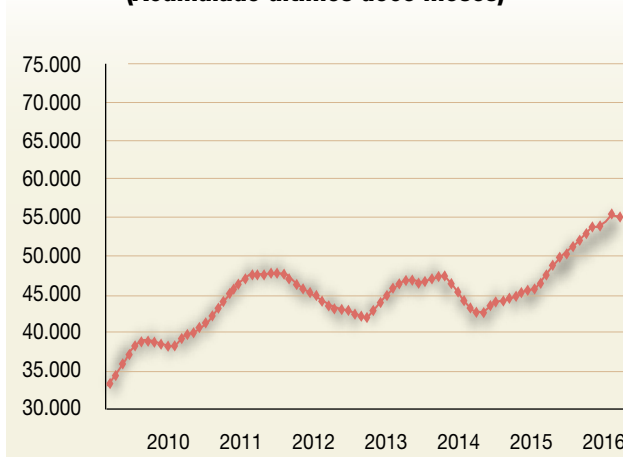


Fuente: La Galería Inmobiliaria. Incluye Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y Villavicencio con municipios aledaños y áreas metropolitanas. Excluye Bucaramanga. Se inició seguimiento en junio de 2011.

**Ventas en Unidades de Vivienda VIS a Nivel Nacional  
(Acumulado últimos doce meses)**



**Ventas en Unidades de Vivienda No VIS a Nivel Nacional  
(Acumulado últimos doce meses)**



Fuente: La Galería Inmobiliaria. Incluye Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y Villavicencio con municipios aledaños y áreas metropolitanas. Excluye Bucaramanga. Se inició seguimiento en junio de 2011.

generando riqueza y patrimonio a las familias y, por ende, un mayor bienestar social.

Así, el impulso en programas e inversión en vivienda como política gubernamental ha tenido en los últimos siete años inversiones sin precedentes con cifras del orden de los \$16 billones a través de la implementación de diferentes ayudas dirigidas a diversos segmentos de la demanda. Se tienen la construcción de 100.000 viviendas 100% subsidiadas y los programas de Mi Casa Ya destinados a diferentes segmentos de la población, entre los que se encuentran Mi Casa Ya - Ahorradores para aquellos hogares con ingresos hasta 2 smlm; Mi Casa Ya - Cuota Inicial para aquellos con ingresos entre 2 y 4 smlm; y Mi Casa Ya - Subsidio a la tasa de interés para las viviendas VIP y VIS y para aquellas No Vis con precios hasta 335smlm. Los impactos de estas ayudas, tomando para el cálculo los precios tope de las viviendas en cada programa, 70, 135 y 335 salarios mínimos, arrojan disminuciones del 36%, el 26% y el 13% respectivamente, en las cuotas

mensuales que una familia paga durante los primeros siete años de su crédito.

De esta manera, la política de vivienda de interés social sin duda ha incidido de forma determinante en el acceso de un mayor número de familias a la adquisición de una vivienda, que ha venido acompañada de generación de oferta por parte de los constructores de acuerdo con las condiciones de cada región. Al cierre del mes de julio de 2016 la gran mayoría de las ciudades en el país reportaba los máximos niveles de oferta o estaban muy cercanos a las cifras más altas. De igual forma, el subsidio a la tasa de interés para la vivienda diferente a interés social ha servido como medida anticíclica y en algunos períodos de moderación en el aumento en las tasas de interés, no solo en el caso de las viviendas objeto del subsidio, sino en todos los rangos de precios No VIS, como sucedió en el año 2013.

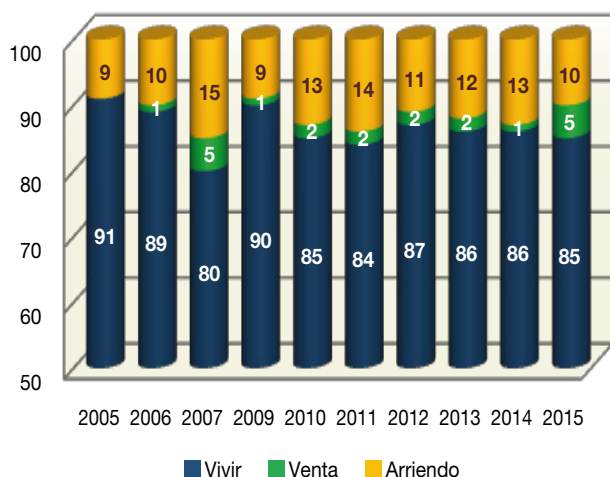
Además del apoyo gubernamental, en los últimos años han tenido un impacto positivo sobre la demanda,

el crecimiento económico, la disminución de la pobreza y el aumento de la clase media, las menores tasas de desempleo, el acompañamiento de un sistema hipotecario estable y con tasas de tasas de interés en niveles moderados.

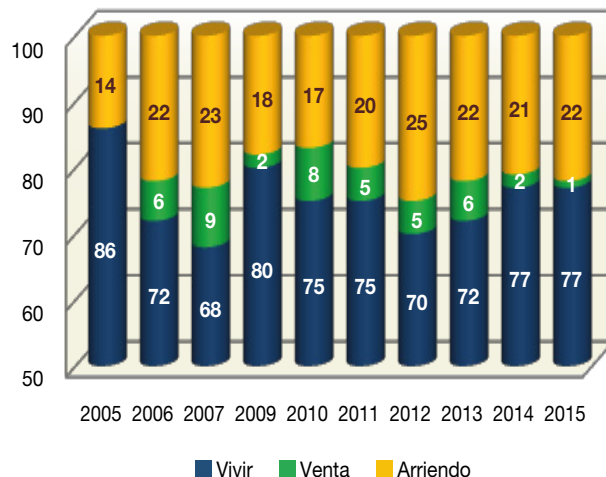
Otro elemento que ha tenido una incidencia importante en el sector es el nivel de inversionistas que han encontrado en la finca raíz la mejor opción. De acuerdo con los estudios de demanda realizados para Asobancaria, en el mercado de vivienda de interés social, la participación de inversionistas ha oscilado entre el 10% y el 20% en los últimos diez años. En la vivienda diferente a interés social, esta participación está entre el 14% y el 32%, con una participación activa del inversionista en el mercado de vivienda y aportando especialmente la oferta al mercado del arriendo.

De esta manera, la participación de los inversionistas en el sector ha sido representativa y constituye un dinamizador de las ventas en el corto plazo. No obstante, en el mediano

Compró la vivienda para: (Vis)



Compró la vivienda para: (No Vis)



Fuente: Estudios demanda Asobancaria.

## DESEMPEÑO DEL MERCADO DE LA VIVIENDA NUEVA

plazo genera una mayor competencia durante el proceso de ocupación de la vivienda, generando un impacto negativo en las ventas de vivienda nueva, en especial en los estratos 5 y 6 que hoy ya se ha visualizado en Bogotá y Barranquilla.

En general, se observa un inversionista que compra a mediano o largo plazo, puesto que siempre es mayor el destino de la vivienda para renta; sin embargo, en años puntuales se observa un inversionista para la reventa, cuyo impacto en el mercado de la vivienda nueva es mayor al constituirse de manera inmediata en competencia directa del constructor y aún más si los proyectos son grandes y se desarrollan por etapas, dándose un ajuste más fácil en los precios de colocación, al tratarse de negociaciones individuales e inmue-

bles generalmente con valores por metro cuadrado más bajos frente a los nuevos desarrollos.

Por último, como elementos que han limitado la actividad se destacan la evolución creciente de los precios de venta, alcanzando altos niveles; la disminución de la tasa de arriendo (0.8% al 0.4% del valor de venta dependiendo del estrato y la ciudad), haciendo que la opción de arrendar se haya vuelto más atractiva para algunas familias; las limitaciones en habilitación de tierras en algunas ciudades; y las mayores cargas y modificación en normas. Considerando, adicionalmente, elementos más estructurales, encontramos las dificultades para la implementación de proyectos de renovación urbana; la falta de productos financieros para independientes; y la extensión del

concepto de construir masivamente viviendas para arriendo como se hace en otros países del mundo.

## 2. Cómo vamos en el año 2016

Si bien algunos de los elementos macroeconómicos han venido cambiando desde el año anterior y se esperan menores ritmos de crecimiento económico, en un escenario de inflación creciente y respuestas inmediatas en la política monetaria con aumentos en las tasas de interés de referencia, además de la incertidumbre generada por la necesidad de implementar una nueva reforma tributaria y los mayores requerimientos una vez terminadas las negociaciones del proceso de paz, los indicadores de

### Ventas por ciudades (regiones) y por rango de precios (Año corrido con corte a julio de 2016)

Ciudad	Enero - Julio 2016			Enero - Julio 2015			Var % Anual			Rango de precios (\$ millones)	Nº viviendas ene-jul 2016	Var. % anual
	Unid.	Millones	M² (*)	Unid.	Millones	M² (*)	Unid.	Millones	M² (*)			
Bogotá D.C.	19.083	\$ 4.268.098	1.143.528	15.488	\$ 3.649.918	1.005.671	23.2%	16.9%	13.7%	0 - 55	6.617	-44.3%
Mun. aledaños Bogotá	14.800	\$ 2.017.940	937.667	13.814	\$ 1.679.634	870.686	7.1%	20.1%	7.7%	55 - Tope Vis	37.106	18.3%
Bogotá y mun. aledaños	33.883	\$ 6.286.038	2.081.195	29.302	\$ 5.329.552	1.876.357	15.6%	17.9%	10.9%	Interes social	43.723	1.1%
Medellín	15.583	\$ 3.135.549	1.048.763	14.853	\$ 2.462.502	959.146	4.9%	27.3%	9.3%	Hasta 231	15.431	5.2%
Cali	10.695	\$ 1.581.713	766.083	8.089	\$ 1.015.758	543.550	32.2%	55.7%	40.9%	231 - 300	7.438	14.7%
Bucaramanga	3.489	\$ 630.175	197.548	3.235	\$ 598.612	213.989	7.9%	5.3%	-7.7%	300 - 400	6.087	22.8%
Barranquilla	5.033	\$ 1.016.698	373.308	6.010	\$ 1.142.920	436.875	-16.3%	-11.0%	-14.6%	400 - 600	4.008	9.4%
Cartagena	5.053	\$ 1.155.644	374.573	3.479	\$ 690.832	248.040	45.2%	67.3%	51.0%	600 - 800	1.487	29.9%
Santa Marta	1.704	\$ 396.924	131.532	1.396	\$ 286.933	102.481	22.1%	38.3%	28.3%	Mayor a 800	1.408	16.6%
Villavicencio	2.236	\$ 284.761	143.839	6.398	\$ 475.835	355.198	-65.1%	-40.2%	-59.5%	Diferente a interés social	35.859	11.6%
Campestre	1.906	\$ 287.517	127.741	2.587	\$ 392.677	178.893	-26.3%	-26.8%	-28.6%	Total Ciudad	79.582	5.6%
<b>Total</b>	<b>79.582</b>	<b>\$ 14.775.020</b>	<b>5.244.582</b>	<b>75.349</b>	<b>12.395.623</b>	<b>4.914.529</b>	<b>5.6%</b>	<b>19.2%</b>	<b>6.7%</b>			

(\*) Excluye el área de lotes.  
Medellín excluye zona campestre.  
Fuente: La Galería Inmobiliaria

venta de vivienda en el país continúan mostrando cifras positivas.

En lo corrido del año 2016, la dinámica de la demanda registra al cierre de julio un aumento del 5.6% en las unidades vendidas frente a igual período de 2015; las ventas en pesos corrientes crecen el 19.2%; y el metraje refleja un crecimiento del 6.7%, con aumentos en la comercialización de viviendas en la mayoría de las áreas consideradas, exceptuando Barranquilla, Villavicencio y el área campestre de Cundinamarca, que el año anterior mostró una dinámica sin precedentes, en especial en el área de Ricaurte. Adicionalmente, esta evolución del mercado se encuentra enmarcada dentro de un contexto en el cual durante el año 2015 se presentaron unos niveles máximos históricos, por lo cual el aumento en pesos del 19.2% es aún más significativo dentro de la evolución del sector.

El aumento en las ventas en lo corrido del año se presenta tanto en las viviendas de interés social como en las de precios diferentes. El único rango que muestra descenso es el

**“La política de vivienda de interés social sin duda ha incidido de forma determinante en el acceso de un mayor número de familias a la adquisición de una vivienda, que ha venido acompañada de generación de oferta por parte de los constructores de acuerdo con las condiciones de cada región.”**

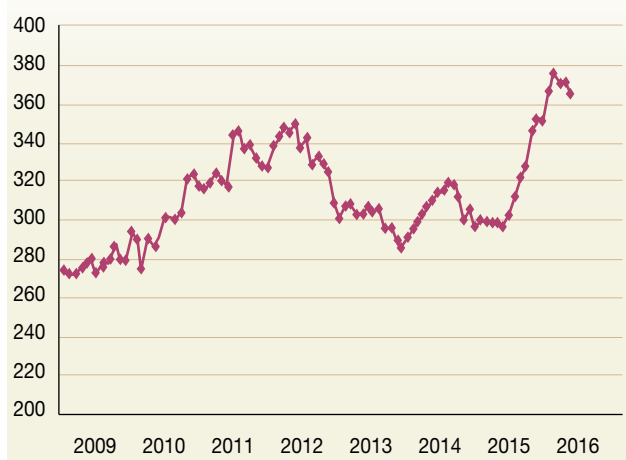
correspondiente a las unidades VIP, dado que aquellas viviendas que se han generado por el programa Mi Casa Ya – Ahorradores el año anterior no se han reemplazado, por lo que muestran una reducción del -44.3%. Este descenso ha sido compensado por el incremento del 18.3% que anotan las viviendas en el tope VIS, segmento donde aplica el programa Mi Casa Ya – Cuota Inicial. Las viviendas con precios superiores muestran un ascenso en todos los niveles de precios con un incremento global del 11.6%

frente al nivel alcanzado en igual período de 2015.

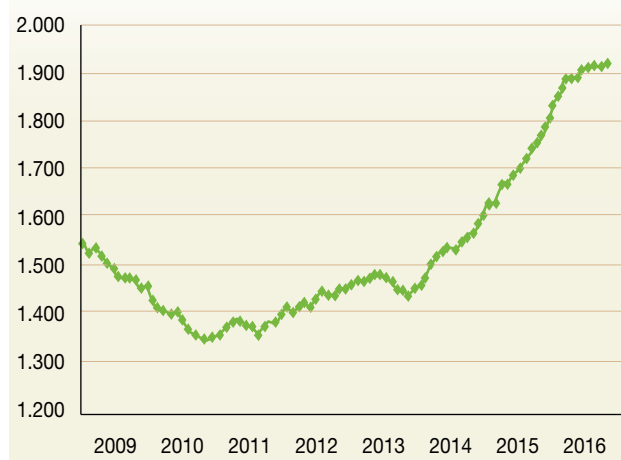
Así las ventas muestran una evolución favorable, siguiendo con la tendencia creciente en el sector, apoyado en gran medida en los subsidios otorgados a través de la política de vivienda. De otro lado, si bien la tasa de interés del crédito hipotecario ha mostrado crecimiento, de acuerdo con Asobancaria esta ha aumentado menos que la tasa de referencia. De esta forma, desde mediados de 2015, las tasas de interés para las viviendas diferentes a interés social se incrementaron en 112 puntos básicos, en tanto que la tasa de interés de los Títulos de Tesorería (TES) con vencimiento a diez años, como referente del fondeo de largo plazo, lo ha hecho en 148 puntos básicos.

Adicionalmente, y como elemento positivo, se ha venido observando una moderación en los ritmos de crecimiento de los precios de venta. Tomando como ejemplo los precios de Bogotá, se observa que, en promedio en el primer semestre del año, en términos reales, se ha presentado una contracción del orden de 0.6 puntos,

**Proyectos en oferta vivienda VIS a nivel nacional (Saldo mes)**



**Proyectos en oferta vivienda No VIS a nivel nacional (Saldo mes)**



Fuente: La Galería Inmobiliaria. Incluye Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Cartagena, Santa Marta y Villavicencio con municipios aledaños y áreas metropolitanas. Excluye Bucaramanga. Se inició seguimiento en junio de 2011.



-0.4 en las viviendas VIS y -0.9 en las de precios superiores. De igual manera, en los últimos doce meses, esos mismos precios reportan una disminución de -0,5 puntos. No obstante, al terminar el año se espera una moderación en la inflación y se estima que podría estar entre el 6% y el 7%, con lo que si se mantienen estos aumentos de precios se tendrían variaciones reales positivas. Es de anotar que en los últimos diez años el aumento en términos reales de los precios de la vivienda nueva en promedio anual ha sido del 7.4%, recordando que en el mismo período la tasa de interés hipotecaria pasó del 22% al 12%, lo que sin duda permitió con la misma cuota un mayor endeudamiento, generando que la capacidad de compra disminuyera en un 7% en los últimos quince años, con corte a marzo de 2016.

Si bien las ventas vienen creciendo, el número de proyectos y unidades en venta también ha venido aumentando, lo cual muestra crecimiento en los niveles de competencia en varias ciudades, alcanzando los mayores niveles de oferta en la vivienda diferente a interés social.

Este aumento en la competencia en los últimos dos años ha generado que, a pesar de reportarse una buena dinámica en las ventas, no se estén reflejando de la misma manera ni con el mismo impacto en la actividad de las empresas, en el consumo de materiales y en la colocación de créditos hipotecarios de largo plazo, por lo que no se están sintiendo los efectos de una buena comercialización en la situación real de los diferentes actores, situación que profundizaremos a continuación.

## Menores ventas por proyecto especialmente en los segmentos diferentes a VIS

Como hemos mostrado, el crecimiento de las ventas de vivienda nueva es significativo y está en máximos históricos, pero la oferta ha venido creciendo en los últimos dos años por encima de la demanda, generando que las ventas por proyecto sean menores. Para el caso de Bogotá y Cartagena un proyecto exitoso hoy vende cerca del 15% menos en términos reales que hace dos años, en Bucaramanga el 25% menos y en Barranquilla el 32%

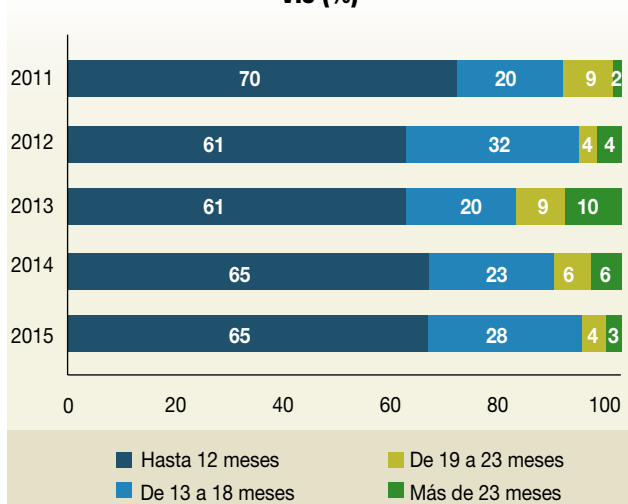
menos. Para el caso de Medellín, las ventas por proyecto aumentan en un 20% y en Cali el aumento es del 13%.

## Mayores plazos para el pago de la cuota inicial

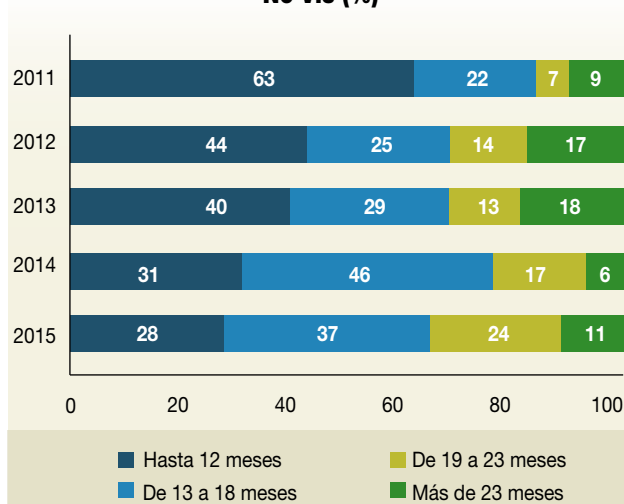
Al aumentar el nivel de competencia y bajar los ritmos de ventas se alargan los tiempos para alcanzar los puntos de equilibrio, lo cual se refleja en los plazos de ejecución de las obras. Adicionalmente, para compensar la pérdida de capacidad adquisitiva de los compradores se han venido ampliando los plazos para el pago de las cuotas iniciales, incorporándose estos mayores tiempos en la programación de los proyectos.

En los gráficos siguientes se observa el plazo que está dando el constructor para el pago de la cuota inicial, con información reportada en los estudios de demanda realizados para Asobancaria. Se observan ampliaciones en el plazo tanto en el segmento VIS como en el de precios diferentes, siendo más marcado el cambio en este último. Así, hace 4 años el 70% de los compradores VIS y el 63% de los de precios

Qué plazo tomó para el pago de la cuota inicial?  
Vis (%)



Qué plazo tomó para el pago de la cuota inicial?  
No Vis (%)



Fuente: Estudio Demanda Asobancaria.

diferentes tenían un plazo de pago de un año, mientras que estas cifras para los compradores de 2015 se reducen al 65% y al 28% respectivamente. El plazo de la cuota inicial con términos superiores a los 18 meses ha venido creciendo para los compradores No VIS, pasando del 16% en 2011 al 35% en 2015. Esto ratifica que los plazos de la cuota inicial siguen creciendo y que los constructores cada vez tienen que extender más los plazos para lograr el cierre financiero.

En este punto hemos resaltado que si bien es un mecanismo interesante (el de ampliar el plazo de pago de la cuota inicial) desde el punto de vista comercial para mantener la demanda activa, esto hace que las obras se demoren más en el tiempo y los riesgos de construcción aumenten al vender a un precio fijo con inicio de construcción a mayor plazo dada la incertidumbre en los costos de los materiales. De otro lado, adicionalmente al retrasar la ejecución, los desembolsos de los créditos a indivi-

duales se presentan a mayores plazos, pasando más tiempo entre el estudio del crédito inicial y el correspondiente a la entrega, con mayores posibilidades de cambios en las condiciones económicas de los compradores.

### *Ampliación de plazos entre la fecha de salida a venta y la fecha de inicio de la obra*

Los menores ritmos de venta por proyecto y el aumento en los plazos de la cuota inicial sin duda se reflejan en una ampliación de los plazos de inicio de obra con su consecuente efecto sobre la actividad en el sector real, que seguramente requerirá de un ajuste en el tiempo, al ampliarse el plazo para su ejecución.


Así se observa una tendencia creciente en el tiempo que transcurre entre la fecha de salida a ventas y el inicio de la obra en todas las ciudades contempladas, con ampliaciones en los plazos en los últimos cuatro años, que oscilan

entre los 5 y 6 meses para aquellos proyectos diferentes a interés social.

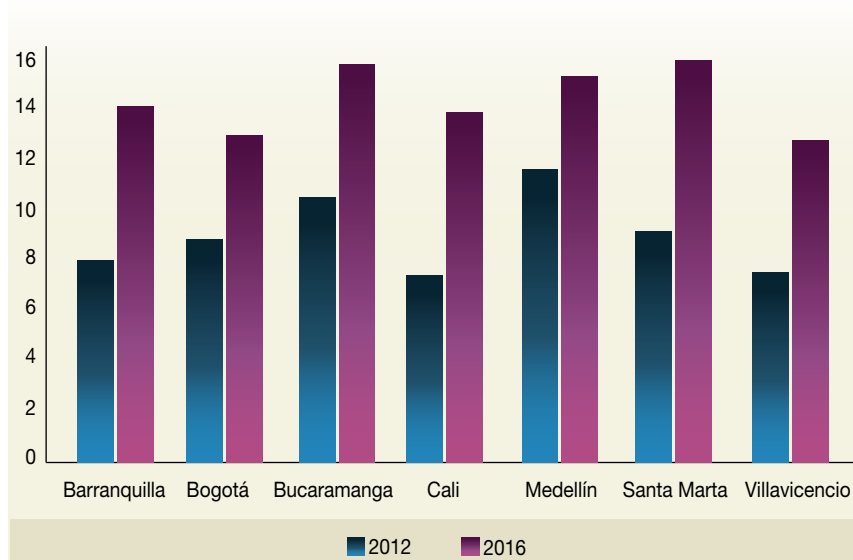
### *Retrasos en los inicios de obra por trámites*

El último elemento a considerar son las demoras que se presentan en la ejecución de los proyectos en parte por problemas jurídicos, en especial en lo relacionado con las demoras en la obtención de las licencias y otros trámites requeridos para el inicio de las obras.

Al mes de julio se encontraron 309 proyectos que a pesar de haber alcanzado el punto de equilibrio no habían iniciado la obra. Así el 16.6% de los proyectos a nivel nacional ya contaba con las ventas requeridas y no se había iniciado su construcción, lo cual no genera valor para la economía en lo relacionado con contratación de personal, compras de materiales, etc. Estos proyectos contaban con 41.085 viviendas vendidas por valor de \$7.0 billones.

Finalmente, y dentro del gran contexto económico, se puede concluir que la dinámica del sector desde el punto de vista comercial sigue manteniendo un ritmo no solo positivo, sino mayor a las expectativas planteadas para 2016, pero que los mayores niveles de competencia, las menores ventas por proyecto, el aumento en los tiempos requeridos para lograr el punto de equilibrio y, por consiguiente, la demora en el inicio de obras están retrasando el efecto en la generación de valor en la economía. En este sentido, como sector debemos buscar herramientas que nos permitan minimizar el impacto de estos cambios en la demanda con el fin de lograr que las mayores ventas no se sigan diluyendo en el tiempo y así maximizar el efecto sobre toda la economía de un sector en crecimiento. 

**Número de meses entre fecha de inicio ventas y fecha de inicio obra  
Proyectos No Vis**



Fuente: Estudio Demanda Asobancaria.

# Factores asociados al recaudo tributario territorial en Colombia \*

Por: Andrea Ríos Serna \*\*

## I. Introducción

**D**esde que Tiebout (1956) presentó las bondades de la descentralización fiscal, numerosos autores han buscado comprobar si dicho modelo efectivamente es más conveniente para la provisión-acceso de bienes y servicios a los ciudadanos que uno centralizado, considerando la experiencia de países que ya implementaron un proceso de descentralización. Ha sido difícil llegar a un consenso entre los analistas, pues las opiniones con respecto a este tema son variadas.

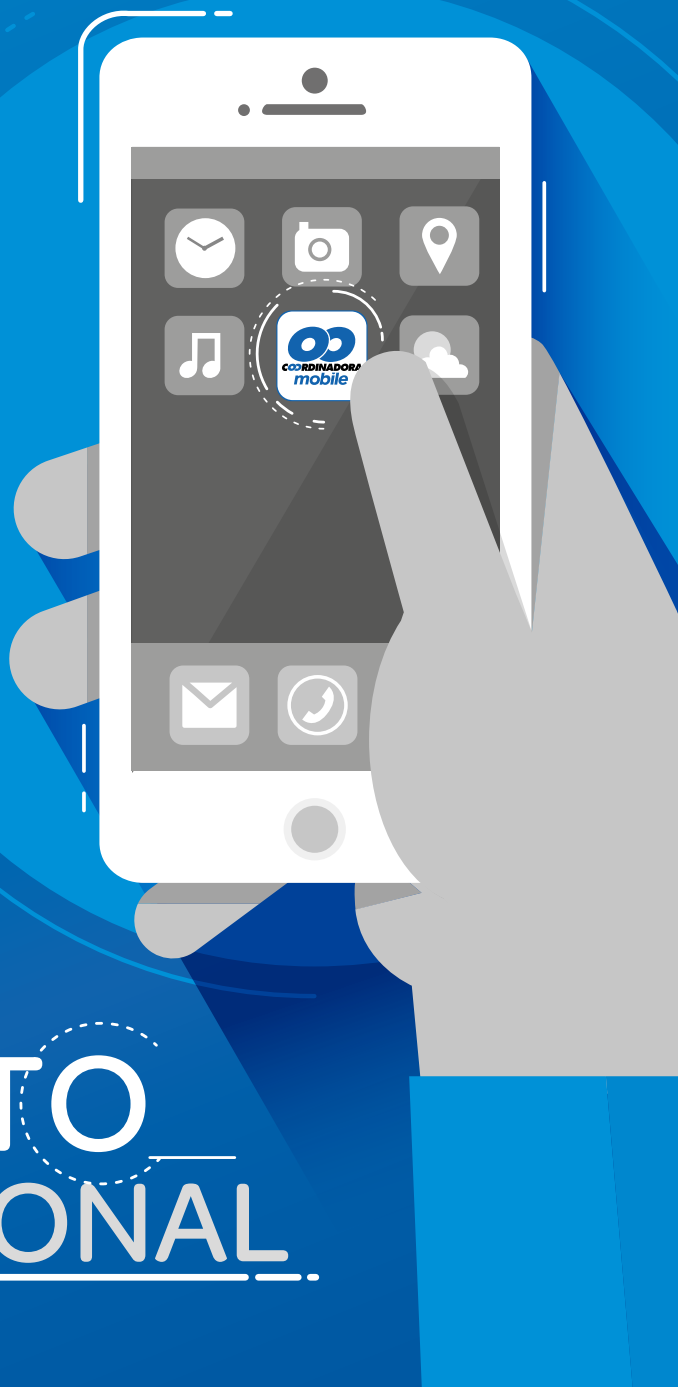
Así, muchos autores se han concentrado en determinar si se genera “pereza fiscal” en los gobiernos subnacionales debido a la descentralización. Es decir, si dichos gobiernos hacen

\*Corresponde a un resumen del trabajo “Factores asociados al recaudo tributario territorial en Colombia” presentado para optar al título de Magíster en Economía de la Universidad de los Andes.

\*\*Investigadora Anif, E-mail: arios@anif.com.co



También desde  
tu celular puedes solicitar  
la recogida de tus envíos



SIN  
COSTO  
ADICIONAL

Descarga  
nuestra app



**COORDINADORA**  
MENSAJERÍA PAQUETES MERCANCÍAS



un menor esfuerzo por recaudar sus impuestos cuando hay descentralización, pues reciben unos ingresos transferidos por el Gobierno Central. Ahora bien, pocos trabajos han tratado de determinar qué factores inciden en el recaudo fiscal territorial, además de las transferencias.

La contribución de este trabajo frente a la literatura existente reside justamente en identificar los factores asociados al recaudo tributario en las regiones colombianas. Dicho recaudo ha crecido de manera importante a lo largo del tiempo (9.1% promedio real anual en 2000-2012 vs. 4.3% del PIB). Por ello, vale la pena preguntarse qué ha causado ese marcado incremento. Diversos trabajos se han enfocado en analizar, particularmente, el efecto de la descentralización fiscal sobre el recaudo territorial, pero no es claro cuáles son los factores asociados verdaderamente al recaudo y a su evolución reciente, pues aquellos asociados a la descentralización (como las transferencias) son tan solo uno de esos posibles factores.

Para identificar los factores asociados al recaudo fiscal territorial se utiliza una base de datos a nivel municipal para Colombia entre los años 2000 y 2012 (última cifra disponible al realizar este trabajo). En este trabajo, el recaudo fiscal territorial se mide como los ingresos tributarios municipales per cápita. Son cinco los grupos de posibles factores que se consideran: i) la composición tributaria; ii) los asociados a la descentralización; iii) los asociados a la producción minero-energética; iv) los que provienen del desempeño macroeconómico regional y tienen implicaciones en los resultados sociales; y v) los derivados del arreglo político-institucional municipal.

**“Diversos trabajos se han enfocado en analizar, particularmente, el efecto de la descentralización fiscal sobre el recaudo territorial, pero no es claro cuáles son los factores asociados verdaderamente al recaudo y a su evolución reciente, pues aquellos asociados a la descentralización (como las transferencias) son tan solo uno de esos posibles factores.”**

Como veremos, se encuentra un efecto positivo y significativo de los factores asociados a la composición tributaria, al desempeño macroeconómico de la región, al nivel de gasto en el período anterior, a la producción minero-energética y a la gestión-capacidad administrativa del municipio sobre el recaudo tributario per cápita. Lo anterior implica que, por ejemplo, incrementos en los ingresos por regalías per cápita aumentan el recaudo tributario per cápita del municipio. En contraste, el índice de Necesidades Básicas Insatisfechas (NBI) tiene un efecto negativo (en algunos casos): entre más alto sea el índice (mayor nivel de pobreza), menor será el recaudo fiscal per cápita. Por otra parte, las variables políticas presentan el signo contrario al esperado (positivo en la polarización y negativo en la estabilidad política) y rara vez son significativas. Por último, se encuentra que el impacto de las transferencias del gobierno sobre el recaudo tributario municipal no es claro. De hecho, en algunas estimaciones se halla un

efecto significativo y positivo (no pereza fiscal); en otras se concluye la existencia de pereza fiscal; y en las últimas no hay efecto alguno de las transferencias sobre el recaudo (no resultan significativas).

Este documento consta de cinco secciones, incluyendo esta introducción. En la segunda sección se muestra el desempeño fiscal, socioeconómico y político-institucional de los municipios de Colombia. La tercera y la cuarta sección describen la metodología y los resultados. Por último, en la sección IV se presentan las conclusiones del documento.

## **II. Desempeño fiscal, socioeconómico y político-institucional de los municipios de Colombia**

Luego de la crisis hipotecaria de 1998-2000 y las leyes que ajustaron las finanzas municipales (Ley de Semáforos: 358 de 1997 y Acto Legislativo 01 de 2001), los años siguientes han mostrado un buen comportamiento fiscal de algunos municipios del país (principalmente las grandes capitales) en medio de: i) una consolidación de la descentralización política (elecciones de alcaldes y gobernadores); ii) un buen desempeño macroeconómico de la economía colombiana que ha potencializado la consecución de buenos resultados sociales (como la reducción de la pobreza); y iii) el auge minero-energético (2004-2014) que elevó los pagos de regalías a las regiones y que, sumado a las transferencias, incrementó el nivel de ingresos de los municipios colombianos. Cabe mencionar que los ingresos territoriales también aumentaron por cuenta de la mayor

actividad económica del municipio (asociada al auge minero-energético).

En este contexto, a continuación se analizará el comportamiento de las principales variables usadas a nivel municipal, para hacernos una idea de su influencia en el grado de esfuerzo fiscal de las regiones del país.

Los ingresos tributarios del orden nacional en Colombia ascendían al 14.3% del PIB al cierre de 2012, sin contar los ingresos recaudados por los departamentos-municipios que han oscilado entre un 1.5%-3% del PIB. En efecto, entre 2000 y 2012 los ingresos tributarios municipales se elevaron un 9.1% real anual promedio, evidenciando el dinamismo de los ingresos fiscales en la última década (ver gráfico 1). Cabe mencionar que los impuestos municipales principales son: i) impuesto predial unificado; ii) ICA; iii) impuesto de vehículos; y iv) sobretasa a la gaso-

lina. En términos per cápita, esto ha significado que los ingresos tributarios municipales crecieron un 7.7% real anual promedio en el mismo lapso.

Un 72% de ese recaudo fiscal ha provenido de los dos impuestos municipales principales: el predial y el ICA. En el primer caso, la recaudación per cápita creció un 6.5% real anual promedio entre 2000 y 2012. En el caso del ICA, esta creció un 8.3%.

Queda claro que los ingresos tributarios municipales han crecido de manera importante durante los últimos años. Por esto, resulta interesante identificar qué factores han incidido en este marcado crecimiento. Lo veremos más adelante.

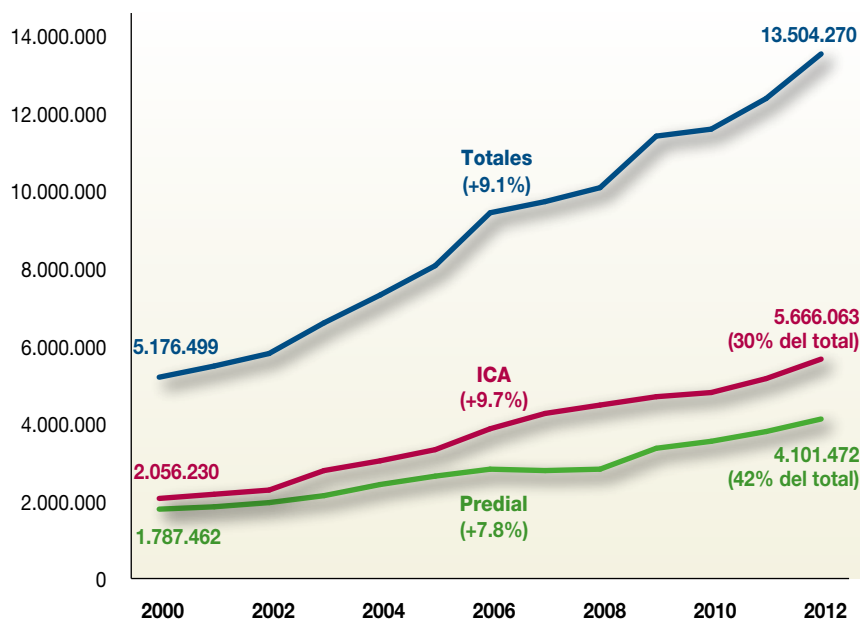
Esta buena dinámica de los ingresos tributarios estuvo acompañada por un crecimiento de los ingresos provenientes de la descentralización (transferencias territoriales) y de la

producción minero-energética. Por el lado de las transferencias (SGP), en los últimos años se ha evidenciado un crecimiento real del 4.6% promedio anual, en línea con lo dispuesto en los Actos Legislativos 01 de 2001 y 04 de 2007. Así, habría una relación positiva entre las transferencias y los ingresos tributarios municipales (ambos per cápita).

Por el lado de las regalías, también se ha evidenciado un incremento de los ingresos recibidos por los municipios. En efecto, en términos per cápita, estas se duplicaron en doce años (crecimiento del 5.8% real anual promedio), ante el incremento del precio del petróleo (US\$20/barril en 2000 vs. más de US\$100 en 2012). Este incremento también sugiere una relación positiva entre los ingresos tributarios y los ingresos por regalías (ambos per cápita) que podría significar que, en promedio, los municipios de Colombia tampoco presentan pereza fiscal derivada de las regalías. Ahora bien, el promedio nacional podría estar escondiendo el resultado específico de algunos municipios petroleros. Además, parte de este resultado podría explicarse por una mayor actividad económica en el municipio: el incremento en el precio del petróleo generaría también un aumento en los contratos de los municipios, reflejándose en un mayor recaudo de impuestos.

El buen comportamiento de los ingresos tributarios y el incremento de las transferencias y las regalías se dieron en un contexto de buen crecimiento económico. En efecto, la economía colombiana creció un 4.3% real promedio anual entre 2001 y 2012, luego de la crisis de 1998-2002. En términos per cápita, el crecimiento promedio del PIB fue del 4.1%, manteniendo dicho buen comportamiento. Así, con

**Gráfico 1. Ingresos tributarios municipales (\$ millones de 2012)**



Fuente: cálculos propios con base en Departamento Nacional de Planeación – DNP.

los ingresos tributarios totales creciendo en promedio al 9.1% real anual, como ya vimos, habría una relación positiva entre el PIB per cápita y los ingresos tributarios.

Estos buenos resultados ayudaron en la reducción de la pobreza en el país en la última década, al elevar el ingreso per cápita de la población. En términos del indicador de NBI, este se redujo en el agregado nacional de 45.8 en 2000 a 44.6 en 2012. De esta manera, habría una relación negativa entre el NBI y el recaudo tributario territorial.

Aunque la reducción aquí parece muy baja, pues otros indicadores de pobreza en Colombia han disminuido de manera más marcada, ello puede deberse a que la medición del NBI está apenas para 1993, 2005 y 2011, por lo cual se ha asumido que se mantiene constante entre mediciones.

Así como el mayor ingreso per cápita nacional contribuyó a la reducción de la pobreza en el país, el incremento en el gasto público pudo haber actuado en el mismo sentido. En efecto, el gasto público per cápita en los municipios (promedio nacional) pasó de \$0.52 millones en 2000 a \$0.86 millones en 2012 (pesos de 2012). Este aumento en el gasto municipal por persona probablemente se reflejó en la provisión de bienes públicos en las regiones que mejoró la calidad de vida de los habitantes.

La descentralización fiscal en Colombia fue posterior a la descentralización política, que inició con la elección popular de alcaldes en 1988. Dicha descentralización política se ha ido consolidando con

los años y, aunque teóricamente pudo haber influido en el mayor o menor crecimiento de los recaudos tributarios municipales al afectar la institucionalidad de cada municipio (y la relación entre el poder ejecutivo y el legislativo municipales), la evidencia reciente muestra que dicha relación es bastante débil.

Por ejemplo, aunque la polarización política (cuando el partido del alcalde es diferente al partido mayoritario en el Concejo Municipal) se mantiene



todavía como la característica para cerca de la mitad de los municipios del país (40%-56%) a lo largo del período de estudio, los ingresos tributarios mantienen un desempeño sobresaliente, mostrando una débil relación entre las dos variables.

Esto podría ser aún más débil en el caso de la estabilidad política (elección de alcaldes del mismo partido en dos períodos seguidos), pues la proporción de municipios con dicha característica ha sido baja. Dado esto, la baja estabilidad política de los municipios

del país no lograría explicar alguna tendencia en el comportamiento de los ingresos tributarios.

En parte, lo anterior podría ser consecuencia de la fragmentación política que existe en Colombia: hay demasiados partidos y, en muchos casos, los candidatos al puesto de elección popular son independientes (Pizarro, 2002).

Con relación al desempeño de los municipios de Colombia, el DNP lo ha evaluado desde 2006 a través de su Índice de Desempeño Integral Municipal. Ello con el objetivo de hacerle seguimiento a la gestión de los territorios. Así, se evalúan cuatro componentes principales: i) eficacia; ii) eficiencia; iii) cumplimiento de requisitos legales; y iv) gestión. Con ello, se calcula el Índice de Desempeño Integral Municipal, ponderando los resultados obtenidos en cada uno de dichos cuatro componentes y se le asigna el mismo peso (25%) a cada uno. De esta manera, se obtiene un índice con valores entre 0 y 100, donde 100 es el mejor resultado posible, evidenciando un excelente desempeño del municipio.

### III. Estrategia empírica

Para resolver la pregunta relacionada con los factores asociados al recaudo tributario municipal, la estimación se realizará con la metodología de Efectos Fijos. El uso de esta técnica de estimación permite controlar por las diferencias idiosincráticas existentes entre los municipios del país.

### a. Datos

A partir de los datos reportados por diferentes entidades se construyó un panel municipal con información anual para 1.101 municipios entre los años 2000 y 2012. Así, la base de datos tiene alrededor de 12.000 observaciones, lo cual le dará robustez al modelo.

Es importante mencionar que la base de datos a utilizar tiene limitaciones. Las variables electorales, por definición, no son anuales ya que las elecciones de los gobiernos territoriales se realizan cada 2-4 años (su frecuencia ha variado). Por lo tanto, cada una de las variables utilizadas se mantiene constante entre una elección y otra. Por ejemplo, la variable de estabilidad política de los municipios del año 2007 es la misma hasta 2011, cuando hubo nuevamente elecciones regionales.

Lo mismo ocurre con el índice de NBI. Este se mide cada vez que se realizan el censo de población y las demás encuestas del Dane. Por ende, dado que estas fuentes de medición no tienen periodicidad anual, es necesario suponer que dicho índice permanece constante entre una medición y otra.

### b. Metodología

Como ya hemos mencionado, en el presente trabajo se pretende establecer qué factores están asociados al recaudo tributario municipal en Colombia. Esto se hará por medio de la metodología de Efectos Fijos (en línea con los resultados de la prueba de Hausman), siguiendo lo realizado en varios estudios relacionados con este tema (Núñez (2005) y Ramírez y Bedyoya (2014) para el caso colombiano, y Abiad y Baig (2005) para algunas economías emergentes). Dicha metodología resulta adecuada pues permite

controlar la heterogeneidad existente entre todos los municipios del país. Además, se agregarán efectos fijos de tiempo para controlar por posibles factores que hayan ocurrido en un año determinado y hayan afectado a todos los municipios por igual.

De manera general, el modelo que se estimó toma la forma descrita por la ecuación 1:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + v_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde  $Y_{it}$  es el recaudo tributario municipal per cápita,  $X_{it}$  son todas las variables explicativas de dicho recaudo,  $v_i$  son los efectos fijos por municipio,  $\gamma_t$  son los efectos fijos de tiempo y  $\varepsilon_{it}$  es el error del modelo.

De manera más específica,  $Y_{it}$  es el recaudo fiscal municipal per cápita, medido como los ingresos tributarios totales per cápita del municipio. Por su parte, la variable independiente de composición tributaria son los ingresos per cápita por el predial (rezagado un período). La relacionada con la descentralización son los ingresos per cápita por transferencias del gobierno y la asociada a la producción minero-energética son los ingresos por regalías per cápita. Como variables explicativas adicionales están las socioeconómicas y las político-institucionales. Al primer grupo pertenecen el PIB per cápita (departamental, pues no existen mediciones municipales permanentes), el gasto público total per cápita y el índice de NBI. Dentro de las variables político-institucionales se incluyen: i) la polarización, una variable dicótoma igual a 1 si el partido político del alcalde no es el mayoritario en el Concejo del municipio; ii) la estabilidad política, una variable dicótoma igual a 1 si el mismo partido

político se mantiene en la alcaldía por dos períodos seguidos; y iii) el Índice de Desempeño Integral Municipal (explicado en la sección II).

De acuerdo con la literatura, se espera que incrementen el recaudo tributario variables como los ingresos por el predial, el PIB, el gasto total, la estabilidad política y el Índice de Desempeño Integral. En contraste, la polarización, los ingresos por regalías y el índice de NBI tendrían un efecto negativo sobre el recaudo, que disminuiría en estos casos. Por su parte, las transferencias, según algunos autores como Cadena (2002) y Núñez (2005), no tendrían ningún efecto sobre el recaudo fiscal de los municipios.

## IV. Resultados

En esta sección se presentan los resultados obtenidos para las estimaciones econométricas realizadas. Se realizaron estimaciones para dos períodos de tiempo (2000-2012 y 2006-2012) con el fin de mejorar la calidad de las variables político-institucionales utilizadas, pues el Índice de Desempeño Integral Municipal del DNP resulta más adecuado que las variables de polarización y estabilidad política, que no tienen variabilidad anual. Además, se incluyeron diferentes variables explicativas y controles.

### a. Período 2000-2012

Se realizaron cuatro estimaciones, descritas por las siguientes ecuaciones. La diferencia entre las ecuaciones 2 y 3 y las ecuaciones 4 y 5 es que en estas últimas se incluyen las transferencias y las regalías rezagadas (en el otro caso están en el mismo período que la variable dependiente). Ello pues posiblemente las regalías y las



transferencias recibidas en un año se aproximen a lo que se recibirá el año siguiente y, en consecuencia, se usen como base para calcular el presupuesto del año siguiente.

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingregalias\_pc_{it} + \beta_2 Ingtransferencias\_pc_{it} + \\
 &\beta_3 Gastostotales\_pc_{it-1} + \beta_4 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \\
 &\beta_5 NBI_{it} + \beta_6 Estabilidadpolitica_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingpredial\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingregalias\_pc_{it} + \\
 &\beta_3 Ingtransferencias\_pc_{it} + \beta_4 Gastostotales\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_5 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \beta_6 NBI_{it} + \beta_7 Estabilidadpolitica_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingregalias\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingtransferencias\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_3 Gastostotales\_pc_{it-1} + \beta_4 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \\
 &\beta_5 NBI_{it} + \beta_6 Estabilidadpolitica_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingpredial\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingregalias\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_3 Ingtransferencias\_pc_{it-1} + \beta_4 Gastostotales\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_5 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \beta_6 NBI_{it} + \beta_7 Estabilidadpolitica_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

Como se mencionó previamente, la estimación se hizo por Efectos Fijos. Además, en todos los casos se hicieron las pruebas para descartar la existencia de heteroscedasticidad (prueba de Wald) y autocorrelación (prueba de Wooldridge) en los modelos. Los resultados de estas evidenciaron la presencia de ambos problemas en todas las ecuaciones. Dado lo anterior, fue necesario usar el método de Errores Estándar Corregidos para Panel (PCSE, por sus siglas en inglés), que permite solucionar ambos problemas y hacer la estimación por Efectos Fijos.

Además, es importante resaltar que en las ecuaciones 3 y 5 se incluye la variable de ingresos per cápita por predial rezagada, pues es posible que haya cierta autorregresividad en los ingresos tributarios totales de los municipios. Ahora bien, se incluye el predial rezagado y no los ingresos totales para evitar la colinealidad que habría entre el PIB y los ingresos por el ICA.

Los resultados de las cuatro ecuaciones mencionadas se muestran en el cuadro 1. Allí solo se incluyen los resultados para las ecuaciones que contienen la estabilidad política. Las estimaciones usando la variable política de polarización fueron las mismas, los resultados se comentan más adelante.

Como se observa en el cuadro 1, todas las variables son estadísticamente significativas al 5%, a excepción del NBI y la estabilidad política (que solo es significativa al 10% en las ecuaciones 3 y 5). Además, la mayoría tiene el signo esperado, a excepción de la variable política (que contradice la literatura) y, sorpresivamente, las regalías. Como se había discutido, se dice que los ingresos que reciben los municipios por regalías generan pobreza fiscal. No obstante, aquí se halla una relación positiva y significativa

**Cuadro 1. Resultados de la estimación de las ecuaciones 2 a 5**

Variables	Ingresos tributarios per cápita			
	(2)	(3)	(4)	(5)
Ingpredial_pc <sub>it-1</sub>		0.671***		0.716***
Ingregalias_pc <sub>it</sub>	0.0565***	0.0727***		
Ingtransferencias_pc <sub>it</sub>	0.0152***	0.0141***		
Ingregalias_pc <sub>it-1</sub>			0.0696***	0.0944***
Ingtransferencias_pc <sub>it-1</sub>			-0.0144**	-0.0176**
Gastostotales_pc <sub>it-1</sub>	0.00358***	0.00559***	0.00247***	0.00377***
Ln(PIBmillones_pc) <sub>it</sub>	0.0435***	0.0413**	0.0420***	0.0367**
NBI <sub>it</sub>	-0.000079	-0.000090	-0.000063	-0.000059
Estabilidadpolitica <sub>it</sub>	-0.00287	-0.00413*	-0.00304	-0.00420*
Constante	-	0.150***	-	-
<b>Observaciones</b>	<b>11.856</b>	<b>11.856</b>	<b>11.856</b>	<b>11.856</b>
<b>R<sub>2</sub></b>	<b>0.659</b>	<b>0.749</b>	<b>0.675</b>	<b>0.763</b>
<b>Municipios</b>	<b>1.098</b>	<b>1.098</b>	<b>1.098</b>	<b>1.098</b>

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1  
Fuente: cálculos propios.

de las regalías sobre los ingresos tributarios, contradiciendo así la hipótesis de pereza fiscal. En contraste, el efecto de las transferencias no es claro. Al considerar las transferencias en el mismo período que los ingresos tributarios, el impacto sobre estos es positivo (y significativo). Ahora bien, si se consideran las transferencias rezagadas un período, su efecto es negativo, lo cual evidenciaría la existencia de pereza fiscal en este frente.

Analizando primero las ecuaciones 2 y 3, los resultados muestran que las variables relativas a la descentralización fiscal y a la producción minero-energética tienen efectos positivos sobre el recaudo fiscal territorial per cápita. El efecto de las transferencias gubernamentales es positivo y significativo, corroborando la inexistencia de pereza fiscal. En el caso de las regalías, de acuerdo con los resultados del cuadro 1, tampoco existe evidencia de pereza fiscal: el efecto de las regalías sobre los ingresos tributarios de los municipios es también positivo y significativo.

Las tres variables socioeconómicas estudiadas (PIB departamental per cápita, gastos totales per cápita y NBI) tienen los signos esperados (positivo en los dos primeros casos y negativo en el NBI). Así, a mayores niveles de ingreso departamental per cápita, mayores serán los ingresos tributarios municipales per cápita. Asimismo, entre más elevados hayan sido los gastos en el período previo, mayores serán los ingresos en el presente, para compensar el elevado gasto del período anterior. A su vez, un mayor nivel de pobreza en el municipio provocaría un recaudo tributario per cápita menor. Sin embargo, esta variable de pobreza no resulta significativa. Aquí vale la pena mencionar que, en lugar de la variable de pobreza, también se hizo la estimación usando una variable de violencia (el número de desplazados por municipio), pero esta tampoco resultó significativa en ninguno de los casos.

La variable de estabilidad política solo resulta significativa en la ecuación 3 y en todos los casos presenta el signo contrario al esperado. Como ya se

mencionó, ello es contraintuitivo y contradice los resultados encontrados por otros autores.

Por último, el rezago de los ingresos per cápita por el impuesto predial (incluido en la ecuación 3) tiene un efecto positivo y significativo sobre el recaudo. Así, un incremento en el predial per cápita del año anterior genera un aumento en los ingresos tributarios per cápita del año siguiente.

Como ya se mencionó, las ecuaciones 4 y 5 son muy similares a las 2 y 3. La diferencia está en las variables de transferencias y regalías que, en estos casos, se incluyen rezagadas en el modelo. Al introducir este cambio, los resultados encontrados son muy similares a los de las ecuaciones 2 y 3 (ya comentados). Sin embargo, en el caso de las transferencias rezagadas se encuentra que el efecto es negativo (y significativo), lo que evidenciaría la existencia de pereza fiscal.

Vale la pena mencionar que estas mismas estimaciones se realizaron

utilizando como variable política la polarización y los resultados se mantienen. Es decir, el predial rezagado, las regalías, los gastos totales rezagados y el PIB tienen un efecto positivo; el NBI y la polarización no resultan significativos; y el efecto de las transferencias no es claro, pues varía dependiendo de cómo se incluya la variable (rezagada o no).

De acuerdo con los resultados presentados, las variables político-institucionales (estabilidad política y polarización) no parecen tener ningún efecto sobre el esfuerzo fiscal de los municipios. Sin embargo, ello puede deberse a la calidad de dichas variables. Por ello, se realizaron nuevamente las mismas estimaciones, esta vez usando como variable político-institucional el Índice de Desempeño Integral Municipal del DNP, aunque el período se acorta, dado que el índice solo está disponible desde 2006. A continuación se detallan estos resultados.

#### **b. Período 2006-2012**

Las estimaciones realizadas para este período son las descritas por las siguientes ecuaciones. Aquí también vale la pena destacar que en las ecuaciones 7 y 9 se incluye la variable de ingresos per cápita por predial rezagada, dada la posible existencia de autorregresividad en los ingresos tributarios per cápita. Se incluye el predial rezagado y no los ingresos totales para evitar la colinealidad que habría entre el PIB y los ingresos por ICA. Como se puede observar, las ecuaciones 6-9 son idénticas a las ecuaciones 2-5 presentadas en la sección anterior, pero para este período se incluye el Índice de Desempeño Integral Municipal (*Indiceintegral<sub>it</sub>*) en lugar de las variables políticas (estabilidad y polarización). En este caso, la estimación

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingregalias\_pc_{it} + \beta_2 Ingtransferencias\_pc_{it} + \\
 &\beta_3 Gastostotales\_pc_{it-1} + \beta_4 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \\
 &\beta_5 NBI_{it} + \beta_6 Indiceintegral_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingpredial\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingregalias\_pc_{it} + \\
 &\beta_3 Ingtransferencias\_pc_{it} + \beta_4 Gastostotales\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_5 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \beta_6 NBI_{it} + \beta_7 Indiceintegral_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingregalias\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingtransferencias\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_3 Gastostotales\_pc_{it-1} + \beta_4 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \\
 &\beta_5 NBI_{it} + \beta_6 Indiceintegral_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{8}$$

$$\begin{aligned}
 &IngTributario\_pc_{it} = \\
 &\beta_0 + \beta_1 Ingpredial\_pc_{it-1} + \beta_2 Ingregalias\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_3 Ingtransferencias\_pc_{it-1} + \beta_4 Gastostotales\_pc_{it-1} + \\
 &\beta_5 Ln(PIBmillones\_pc)_{it} + \beta_6 NBI_{it} + \beta_7 Indiceintegral_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{9}$$

también se hizo con el método PCSE (por las razones ya comentadas).

Los resultados de las cuatro ecuaciones mencionadas se muestran en el cuadro 2.

Dicho cuadro muestra que todas las variables son estadísticamente significativas al 5%, a excepción de las transferencias. Además, la mayoría de las variables tiene el signo esperado. Al igual que en las

**Cuadro 2. Resultados de la estimación de las ecuaciones 6 a 9**

Variables	Ingresos tributarios per cápita			
	(6)	(7)	(8)	(9)
Ingpredial_pc <sub>it-1</sub>		0.397***		0.390***
Ingregalias_pc <sub>it</sub>	0.0425**	0.0466***		
Ingtransferencias_pc <sub>it</sub>	0.00683	0.00791		
Ingregalias_pc <sub>it-1</sub>			0.0637***	0.0699***
Ingtransferencias_pc <sub>it-1</sub>			-0.00833	-0.00691
Gastostotales_pc <sub>it-1</sub>	0.00398**	0.00465**	0.00289**	0.00325**
Ln(PIBmillones_pc) <sub>it</sub>	0.131***	0.134***	0.121***	0.123***
NBI <sub>it</sub>	-0.00159**	-0.00159**	-0.00162**	-0.00165**
Indiceintegral <sub>it</sub>	0.00019***	0.000199***	0.000201***	0.000207***
Constante	0.105*	0.0309	-	0.064
<b>Observaciones</b>	<b>7.697</b>	<b>7.697</b>	<b>7.697</b>	<b>7.697</b>
<b>R<sub>2</sub></b>	<b>0.809</b>	<b>0.833</b>	<b>0.817</b>	<b>0.840</b>
<b>Municipios</b>	<b>1.101</b>	<b>1.101</b>	<b>1.101</b>	<b>1.101</b>

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

Fuente: cálculos propios.

ecuaciones 2-5, el signo del coeficiente de las regalías contradice los resultados de la literatura revisada (según la cual el signo es negativo, evidenciando pereza fiscal). De la misma manera, el efecto de las transferencias en este período no es claro. Si bien dicha variable no resulta significativa en ninguno de los casos (rezagado o no), el signo del coeficiente cambia dependiendo de cómo se introduce la variable.

Analizando primero las ecuaciones 6 y 7, los resultados muestran que las regalías tienen un efecto positivo y significativo sobre el recaudo fiscal territorial per cápita. Por su parte, las transferencias no resultan significativas.

Las tres variables socioeconómicas estudiadas (PIB departamental per cápita, gastos totales per cápita y NBI) tienen los signos esperados: positivo para el ingreso departamental per cápita y el gasto en el período previo, y negativo para el NBI. En todos los casos, las variables resultan significativas.

La variable político-institucional usada en estas ecuaciones (índice integral del DNP) resulta positiva y significativa, en línea con lo esperado. De acuerdo con los resultados, una mejora en la calificación del desempeño de un municipio permitirá un aumento en el recaudo per cápita. Así, este indicador institucional sí resulta importante a la hora de determinar el esfuerzo fiscal de los municipios. Por último, el rezago de los ingresos per cápita por el impuesto predial (incluido en la ecuación 7) tiene un efecto positivo y significativo sobre el recaudo.

Las ecuaciones 8 y 9 son muy similares a las 6 y 7, la diferencia está en las variables de transferencias y regalías, que se incluyen rezagadas en estos modelos. Al introducir este cambio, los resultados se mantienen y no hay ninguna diferencia frente a los de las ecuaciones 6 y 7.

Para terminar, vale la pena mencionar que, como ejercicio adicional,

se estimó un panel dinámico. Ello considerando la inercia que podrían tener algunas variables como los ingresos tributarios, las regalías y las transferencias. Sin embargo, los resultados contradicen la literatura y resultan, la mayoría de las veces, contraintuitivos. Además, la estimación no supera la prueba de no autocorrelación en los errores (requerida para la validez de la estimación de un panel dinámico).

## Conclusiones

Los efectos de la descentralización fiscal han sido objeto de debate desde que este modelo se hizo popular como modelo alternativo al centralizado. Ha sido difícil llegar a un consenso entre los analistas, pues las opiniones con respecto a este tema son variadas. Algunos argumentan que la descentralización fortalece la democracia y permite usar más eficientemente los recursos, pues los



**“La descentralización política no parece afectar ni ayudar a mejorar el recaudo tributario de los municipios. En contraste, el Índice de Desempeño Integral Municipal que calcula el DNP sí resulta significativo y tiene un efecto positivo sobre dicho recaudo. Este resultado es muy relevante, pues evidencia la importancia de trabajar en el frente de gestión administrativa si se pretende incrementar los ingresos tributarios de los municipios colombianos.”**

gobernantes locales conocen mejor las preferencias-necesidades de sus habitantes que el Gobierno Nacional, mejorando así la provisión de bienes públicos (Tiebout, 1956 y Oates, 1972). Para otros, en cambio, la descentralización puede tener efectos perversos. Por ejemplo, Sánchez, Olivera y Cortés (1997) argumentan que los sistemas de transferencias suelen incrementar el gasto público por encima de los ingresos, por lo que la estabilidad macroeconómica de los gobiernos territoriales se ve comprometida (Campbell, Peterson y Brakarz, 1991, y Ocampo, 1999).

Además, uno de los más conocidos problemas que podría causar la descentralización es lo que se denomina “pereza fiscal”. Por ello, la mayoría de los estudios relacionados con los efectos de la descentralización se ha concentrado en determinar si se genera dicha “pereza fiscal” en los gobiernos subnacionales. Es decir, averiguar si dichos gobiernos hacen un menor esfuerzo por recaudar sus impuestos cuando hay descentralización, dado que reciben unos ingresos transferidos por el Gobierno Central. Sin embargo, son pocos los trabajos que han tratado de determinar qué factores inciden en el recaudo fiscal territorial además de las transferencias.

La contribución de este trabajo frente a la literatura existente reside justamente en identificar los factores asociados al recaudo tributario en los municipios. Varios trabajos se han enfocado en analizar el efecto de la descentralización fiscal sobre el recaudo territorial, pero no es claro cuáles son los factores que determinan dicho recaudo, pues los asociados a la descentralización (como las transferencias) son tan solo uno de esos posibles factores.

Así, en este trabajo se estudiaron los posibles factores asociados al recaudo tributario territorial, entendiendo este recaudo como los ingresos tributarios totales per cápita. Para ello, se consideraron cinco grupos de factores: i) la composición tributaria; ii) los asociados a la descentralización; iii) los asociados a la producción minero-energética; iv) los que provienen del desempeño macroeconómico regional y que tienen implicaciones en los resultados sociales; y v) los derivados del arreglo político-institucional municipal.

En primer lugar, los resultados muestran que el predial (rezagado y per cápita) tiene un efecto positivo sobre los ingresos tributarios totales per cápita de los municipios: entre más se recaude vía predial, mayores

serán dichos ingresos. Asimismo, se encuentra un efecto positivo de las regalías per cápita sobre dicho recaudo tributario: no existe evidencia de la existencia de pereza fiscal en los municipios como consecuencia de este factor. En el caso de las transferencias, los resultados no son claros: en algunas estimaciones se halla un efecto significativo y positivo (no pereza fiscal); en otras se concluye la existencia de pereza fiscal; y en las últimas no hay efecto alguno de las transferencias sobre el recaudo (no resultan significativas).

El PIB per cápita presenta también un efecto positivo sobre los ingresos tributarios per cápita. Ello implica que los municipios con mayores ingresos recaudan más impuestos, lo cual es bastante intuitivo. Igualmente, el efecto del gasto público per cápita rezagado es positivo, por lo cual las administraciones municipales deben recaudar mayores impuestos si en el período anterior el gasto público fue elevado. En contraste, el índice de NBI, cuando resulta significativo, tiene un efecto negativo sobre el recaudo. De esta manera, mayores niveles de pobreza en los municipios generan un menor recaudo tributario per cápita.


En cuanto a las variables político-institucionales (polarización, estabilidad política e Índice de Desempeño Municipal), las dos primeras no resultan significativas en la mayoría de los casos. Estos resultados parecen evidenciar que la descentralización política no tiene ningún efecto sobre la descentralización fiscal: en general, la descentralización política no afecta el recaudo tributario de los municipios ni ayuda a mejorarlo. En contraste, el Índice de Desempeño Integral Municipal que calcula el DNP sí resulta significativo y tiene

un efecto positivo sobre dicho recaudo. Este resultado es muy relevante, pues evidencia la importancia de trabajar en el frente de gestión administrativa si se pretende incrementar los ingresos tributarios de los municipios colombianos.

Dado lo anterior, los resultados de este trabajo muestran que no hay evidencia para concluir que existe pereza fiscal. Incluso, en algunas ocasiones las regalías y las transferencias ayudan a mejorar el recaudo tributario. Además, la descentralización política no resulta

importante a la hora de incrementar los ingresos tributarios municipales, a diferencia del desempeño institucional y de la capacidad administrativa de los elegidos. Todo lo anterior permite deducir que los factores clave para incrementar los ingresos tributarios municipales son el desempeño institucional y el macroeconómico del municipio.

Para finalizar, es importante resaltar que este trabajo tiene limitaciones, entre las cuales cabe destacar las variables cuyo valor se mantiene constante por varios años seguidos

(como el NBI o las variables políticas). Por ello, queda abierto el debate a las futuras investigaciones que se hagan sobre el tema en cuestión. Asimismo, los resultados aquí presentados podrían alterarse si se usa otro período de tiempo. Por ejemplo, el cambio en el Sistema General de Regalías (Ley 1530 de 2012) no se incluye en el presente trabajo. Quizás si se realiza un trabajo similar a este cuando haya información disponible posterior a la implementación del nuevo sistema, los resultados podrían variar frente a los aquí presentados. 

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abiad A. y Baig, T. (2005), “Underlying Factors Driving Fiscal Effort In Emerging Market Economies”, *IMF Working Paper* No. 05/106 de junio de 2005.

Cadena X. (2002), “¿La descentralización empereza? Efecto de las transferencias sobre los ingresos tributarios municipales en Colombia”, Universidad de Los Andes, *Documentos CEDE* No. 08 de agosto de 2002.

Campbell T., Peterson G. y Brakarz J. (1991), “Decentralization to Local Government in LAC: National Strategies and Local Response in Planning, Spending and Management”, The World Bank, Latin America and the Caribbean Technical Department, Report No. 5.

Núñez J. (2005), “Diagnóstico básico de la situación de los ingresos por impuestos del orden municipal en Colombia”, Universidad de Los Andes, *Documento CEDE* No. 44 de agosto de 2005.

Oates W. (1972), “An Essay on Fiscal Federalism”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 3, pp. 1120-1149.

Ocampo J.A. (1999), “Fortalezas, debilidades y desafíos del pacto fiscal”, Centro Latinoamericano de Administración para el Desarrollo, revista *Reforma y Democracia* No. 13 de febrero de 1999.

Pizarro E. (2002), “La atomización partidista en Colombia: el fenómeno de las microempresas electorales”, The Helen Kellogg Institute for International Studies, *Working Paper* No. 292 de enero de 2002.

Ramírez J.M. y Bedoya J.G. (2014), “Regalías directas por hidrocarburos y esfuerzo fiscal municipal en Colombia”, Fedesarrollo, *Coyuntura Económica* No. 2 de diciembre de 2014, Vol. XLIV, págs. 15-34.

Sánchez F., Olivera M. y Cortés G. (1997), “Ahorro, inversión y transferencias en las entidades territoriales colombianas”, Departamento Nacional de Planeación, *Archivos de Economía* No. 67 de octubre de 1997.

Tiebout C.M. (1956), “A Pure Theory of Local Expenditures”, The University of Chicago, *Journal of Political Economy*, Vol. 64, No. 5, pp. 416-424, October 1956.

# Transmisión de la política monetaria en Colombia:

## El carácter heterogéneo del canal de préstamos bancarios \*

Por: María Camila Ortiz Gélvez \*\*

**L**a política monetaria es uno de los principales medios de intervención al libre movimiento de los mercados que tienen a su disposición los estados. Su aplicación, que está en las manos generalmente independientes de los bancos centrales de cada país, a menudo se realiza con el objetivo de controlar la dinámica del dinero en el mercado y estabilizar los ciclos de la economía.

Dada su importancia como mecanismo de control para las economías, la política monetaria es fuente de múltiples discusiones e investigaciones alrededor de su aplicación, transferencia y efectos sobre los mercados. Allí, el estudio de los canales de transmisión a través de los cuales se transfieren dichos estímulos es uno de los principales enfoques de investigación.

Mishkin (1996) plantea la presencia de tres tipos específicos de mecanismos de transmisión de la política



monetaria: i) el canal tradicional de la tasa de interés; ii) los canales referentes al precio de los activos (incluyendo el canal de “la tasa de cambio” y el canal del “precio del

equity”); y iii) los canales de transmisión desde el lado del crédito. Estos últimos, también agrupados dentro de los canales de transmisión no neoclásicos según Boivin, Kiley

\*Corresponde a un resumen del trabajo “Transmisión de la política monetaria en Colombia: El carácter heterogéneo del canal de préstamos bancarios” presentado para optar al título de Magíster en Economía de la Universidad de los Andes.

\*\*Investigadora Anif. E-mail: mortiz@anif.com.co





[www.corficolombiana.com](http://www.corficolombiana.com)

VIGILADO  
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA  
DE COLOMBIA

• Corporación Financiera Colombiana S.A.



y Mishkin (2010), se caracterizan por surgir bajo el supuesto de imperfecciones en el mercado crediticio, transfiriéndose a la economía a través de dos medios particulares: la demanda de bienes y la oferta de créditos.

En efecto, los mecanismos de transmisión por la ruta del crédito se pueden clasificar en dos tipos de canales particulares. El primero, conocido como el canal de hoja de balance (*balance sheet channel*), se concentra en la transferencia de la política monetaria por el lado de la “demanda”. Es decir, la que ocurre a través del endeudamiento de los agentes. Así, una política monetaria contractiva genera un deterioro en la salud crediticia de los deudores, por cuenta de reducciones en sus colaterales y aumentos en el valor de sus deudas. En consecuencia, los individuos reciben menos opciones de préstamos y enfrentan una caída en su capacidad adquisitiva, lo que se refleja en una reducción en los niveles de inversión y consumo de la economía.

El segundo, conocido como el canal de préstamos bancarios (*bank lending channel*), se enfoca en los efectos de la política monetaria por el lado de la “oferta”, específicamente en lo que respecta a la capacidad prestamista de los bancos presentes en el mercado financiero. Así, políticas contractivas de aumentos en la tasa de interés de intervención terminan generando mayores exigencias en el cumplimiento de colaterales para los bancos, los cuales se ven obligados a reducir el número de préstamos ofrecidos en el caso de que no tengan los fondos necesarios para cumplir con los nuevos requerimientos financieros.

De esta manera, para que el canal de préstamos bancarios funcione se requieren dos condiciones: i) debe existir

un número de agentes (firmas e individuos) que dependan de los préstamos bancarios; y ii) la política monetaria debe ser capaz de afectar la oferta de créditos bancarios (Gómez-González y Grosz, 2007). Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) comprueban la primera condición, al encontrar que las firmas de menor tamaño enfrentan una restricción de liquidez más rigurosa, elemento que las vuelve más dependientes de los bancos.

Por su parte, Bernanke y Blinder (1992) confirman el segundo, al demostrar que las políticas monetarias contractivas generan una reducción en la cantidad de depósitos disponibles en el mercado. Bajo esta teoría, la menor disponibilidad de depósitos obliga a los bancos a acceder a otras fuentes de financiamiento para sostener sus créditos, proceso que ofrece diferentes resultados dependiendo de las características particulares de cada banco.

Así, la magnitud de los cambios en la oferta de crédito de cada banco depende en gran medida de la estructura financiera que tenga dicha entidad. En el agregado, esto significa que, si un país tiene una estructura financiera promedio extremadamente débil, su reacción ante una política monetaria contractiva será desmesurada, mientras que cuando la estructura financiera es muy fuerte, la economía se vuelve insensible ante políticas expansivas (Kishan y Opiela, 2000).

En Colombia, el análisis de los canales de transmisión monetaria ha sido uno de los enfoques principales a la hora del estudio de la política monetaria, particularmente en el caso del canal de préstamos bancarios, aunque con resultados bastante diversos. Así, estudios como Gómez-González *et al.* (2007),

Reyes, Gómez-González y Ojeda-Joya (2014) y Torres (2012) han verificado la presencia del canal de préstamos bancarios en el país al analizar las reacciones de la oferta crediticia frente a cambios en la tasa de interés de intervención. De otro lado, documentos como el de Clavijo (2004) han encontrado que los depósitos no parecen reaccionar frente a variaciones en la política monetaria, elemento que es fundamental a la hora de explicar el funcionamiento del canal de préstamos bancarios.

De esta manera, gran parte de los estudios realizados respecto al canal de préstamos bancarios en Colombia se ha enfocado en demostrar la presencia de dicho mecanismo en el país. Sin embargo, en pocos casos se ha entrado a caracterizar el desempeño de dicho canal según las estructuras financieras particulares que tiene cada banco.

Dicho esto, este documento tiene como objetivo evidenciar la presencia del canal de préstamos bancarios en Colombia, haciendo énfasis en su efecto sobre la oferta de crédito y cómo la magnitud del mismo varía dependiendo de la estructura financiera de cada banco. Ello mediante el estudio del comportamiento histórico de la oferta crediticia en el país, contrastándolo frente a los cambios en la tasa de interés de intervención. Se revisan las diversas reacciones que se puedan generar en la oferta crediticia, desagregando según la estructura financiera de los bancos (en términos de solvencia y capitalización) y enfrentando dichos comportamientos según la política monetaria que este siendo empleada (contractiva o expansiva).

Finalmente, el modelo utilizado es el planteado por Gómez-González *et al.* (2007) y Reyes *et al.* (2014), con

un panel de datos desbalanceado que varía entre 16 y 34 bancos, los cuales estuvieron activos en algún momento durante el período 1996:4-2014:8.

## I. Revisión de literatura

El estudio del canal de préstamos bancarios apareció por primera vez en la literatura económica a inicios de la década del noventa, con un análisis concentrado en el estudio del sistema financiero general, sin algún tipo de desagregaciones. Bernanke *et al.* (1992) fueron pioneros en este proceso al demostrar que la presencia extendida de políticas de contracción monetaria en Estados Unidos tuvo como respuesta una caída en la oferta total de créditos del país durante el período 1961-1989.

Sin embargo, dado el carácter generalizado de dichos estudios, los resultados de estos documentos ofrecían una evidencia bastante débil respecto a la presencia del canal de préstamos bancarios en la economía. Kishan *et al.* (2000) corrigieron esta situación, evaluando la presencia de dicho mecanismo de manera desagregada a través de un panel de 13.042 bancos comerciales con datos para el período 1980-1995.

Así, corroboraron los resultados obtenidos en la literatura previa, encontrando evidencia más fuerte del canal de préstamos bancarios en el país norteamericano, con un efecto diferenciado sobre los bancos dependiendo de su tamaño y capitalización. Específicamente, observaron que bancos de menor envergadura presentaron una caída más fuerte en los préstamos ofrecidos, como consecuencia de su menor capacidad de fondeo a la hora

de enfrentar las nuevas restricciones financieras que una política contractiva impone en la economía.

Este nuevo enfoque en la literatura del canal de préstamos bancarios continuó utilizándose en estudios posteriores alrededor del mundo. Xiong (2013) encontró evidencia sobre la presencia del canal de préstamos bancarios en China durante el período 2000-2011, con un efecto asimétrico según la estructura financiera de cada banco. Así, bancos pequeños o con menores niveles de capitalización reaccionaron con más fuerza a las políticas moneta-

de dicho mecanismo. Así, los cambios en la política monetaria generaban reacciones en los niveles de depósitos del mercado financiero, los cuales, a su vez, afectaban la oferta de préstamos de la economía, dando luz al canal de préstamos bancarios.

No obstante, la literatura más reciente ha tomado una nueva dirección respecto al marco teórico detrás del canal de préstamos bancarios. En efecto, Disyatat (2010) plantea que la política monetaria se transmite al mercado a través de cambios en la tasa de retorno requerida (RRR por su nombre en inglés), en lugar de las

**“La magnitud de los cambios en la oferta de crédito de cada banco depende en gran medida de la estructura financiera que tenga dicha entidad. En el agregado, esto significa que, si un país tiene una estructura financiera promedio extremadamente débil, su reacción ante una política monetaria contractiva será desmesurada, mientras que cuando la estructura financiera es muy fuerte, la economía se vuelve insensible ante políticas expansivas.”**

rias contractivas, mientras que los bancos de mayor tamaño y/o más capitalización se movilizaban más cuando la política aplicada fue expansiva. De manera similar, Kishan y Opiela (2006) demostraron que las políticas monetarias expansivas no logran estimular a los bancos de menor capitalización, opuesto al caso de las políticas contractivas cuyo efecto es mucho más evidente en estos establecimientos frente a los más capitalizados.

Hasta este punto, la literatura del canal de préstamos bancarios teorizaba que los depósitos eran los catalizadores principales detrás del funcionamiento

cantidades de depósitos. Así, ante políticas monetarias contractivas, los bancos enfrentan una restricción por el lado del capital (recordemos que la RRR es utilizada para la valoración del *equity*). De esta manera, bancos con menor nivel de capital exhibirán una imagen de menor salud financiera, elemento que desincentiva la inversión y, por ende, no permite que los bancos puedan sostener los niveles de crédito que se tenían previamente, disminuyendo así la oferta de préstamos.

Lo anterior coincide con los resultados encontrados por Gambacorta y Márques-Ibañez (2011), quienes

evidenciaron una profundización del papel del capital de los bancos como amortiguador (o catalizador si la política es expansiva) de la dinámica del canal de préstamos bancarios, en especial durante períodos de crisis financiera.

Van den Heuvel (2007) llevó esto un paso más adelante al plantear un mecanismo de transmisión de la política monetaria adicional desde el enfoque crediticio, conocido como el canal de capital bancario (*bank capital channel*). Así, una expansión en la tasa de interés de intervención generaría una caída en los niveles de capital futuro de los bancos (específicamente en el valor futuro del *equity*). Lo anterior, a su vez, resultaría en una caída en la oferta de préstamos dada por el mercado, actuando así como un subcanal del mecanismo de préstamos bancarios.

Por su parte, Altunbas, Gambacorta y Márquez-Ibañez (2010) reportaron la presencia de un segundo submecanismo de transmisión relacionado con el canal de préstamos bancarios, conocido como el canal de toma de riesgo (*risk taking channel*). Estos autores encontraron una relación entre los contextos económicos relajados (e.g. bajas tasas de interés) y la toma de riesgos por parte de los bancos, donde las políticas monetarias de expansión generaban una disminución en la aversión al riesgo como consecuencia de las menores exigencias estipuladas para el ofrecimiento de los préstamos. Posteriormente, Kishan y Opiela (2012) encontraron que dichas posiciones desencadenaban en caídas más marcadas en los préstamos ofrecidos por parte de los tomadores de riesgo, cuando estos se enfrentaban a una política monetaria contractiva.

En Colombia, el estudio del canal de préstamos bancarios ha tenido

una gran acogida en años recientes. Clavijo (2004) encontró que en el país no parece haber presencia del canal de crédito tradicional, pues los depósitos financieros no exhibieron ninguna reacción ante variaciones en la tasa de interés. No obstante, si observó cambios en la oferta de préstamos bancarios en el país frente a variaciones en la política monetaria, evidenciando la presencia de un posible canal de préstamos bancarios que se movería bajo otra estructura de transmisión.

Gómez-González *et al.* (2007) estudiaron la presencia del canal de préstamos bancarios para Colombia y Argentina, encontrando evidencia favorable tan solo para el primero, con unos efectos heterogéneos por cuenta de la capitalización y la liquidez de las firmas. Resultados que fueron corroborados dos años después por Gómez-González y Morales (2009) desde un enfoque de capitalización y tamaño. Entre tanto, Torres (2012) confirmó la presencia del canal de crédito en el país para el caso específico de la cartera comercial, mientras que en la cartera de consumo no encontró evidencia de dicho mecanismo.

Finalmente, Reyes *et al.* (2014) comprobaron de nuevo la existencia del canal de préstamos bancarios, ahora desde la perspectiva particular de los bancos. Así, los autores encontraron la presencia del canal de préstamos bancarios en Colombia, con efectos heterogéneos determinados por el tamaño y la capitalización de los bancos. Ello, con significancia tanto para el crédito total como para los créditos comerciales y los de consumo (estos últimos en menor medida). Lo anterior se realizó por medio de un análisis desagregado banco por banco, similar al efectuado por Kishan *et al.* (2000),

con una medición econométrica bajo modelos de FGLS (*Feasible Generalized Least Squares*) y tomando como tasa de interés de referencia la TIB.

### II. Base de datos y metodología

Para el análisis empírico se utiliza un panel de datos desbalanceado con información mensual para el período 1996:4-2014:8, contando con datos respecto a la estructura financiera de 51 bancos que participaron en el mercado financiero en algún momento dentro del rango de tiempo especificado. Dicha información proviene de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Adicionalmente, para estudiar el comportamiento de la tasa de interés de intervención (Repo) se usa como *proxy* la tasa interbancaria de Colombia (TIB), la cual exhibe una alta correlación con la tasa Repo (90.1% entre 1995:4-2014:8).

De otro lado, la selección de los períodos de estudio para el contraste de política expansiva vs. contractiva por segmentos de solvencia fue realizada tomando como referencia el cálculo de la regla de Taylor para Colombia. En particular, los períodos de estudio fueron seleccionados tomando en cuenta dos elementos: i) que la política monetaria fuera contractiva o expansiva según la teoría (regla de Taylor); y ii) que esta coincidiera con la política monetaria realmente aplicada en el país. Es decir, se escogieron los períodos en donde la tasa de intervención teórica (i) y la observada (TIB) exhibían la misma tendencia, ascendente en tiempos de contracción monetaria y descendente en momentos de expan-

sión. De esta manera, los períodos escogidos para el estudio fueron 2006:10-2008:8 para la política contractiva y 2008:8-2009:12 para la expansiva.

Finalmente, la desagregación por niveles de solvencia (necesaria para analizar el contraste de las políticas monetarias por segmentos) fue llevada a cabo utilizando la mediana y la media como elementos separadores.

En cuanto a la metodología empírica, se plantea el siguiente modelo tomando como referencia la formulación pautada por Reyes *et al.* (2014):

$$y_{i,t} = \beta \sum_{j=1}^6 x_{i,t-j} + \sum_{j=1}^6 x_{i,t-j} I_2' \odot Z_{i,t-1} \phi_j + R'_{i,t-1} Z_{i,t-1} + u_{i,t}$$

Donde “y” corresponde a la tasa de crecimiento real de los préstamos del banco “i” en el mes “t”; “x” es el indicador de referencia (TIB) rezagado a 6 períodos; “Z” es una matriz de variables específicas por banco (tamaño y solvencia o capitalización) con un rezago de 1 mes;  $\odot$  representa al producto *Hadamard*; “I” es una matriz de unos de tamaño 2x1 (es decir una fila de unos); “R” reúne los controles aplicados en el modelo (Índice de la Tasa de Cambio Real-ITCR e Índice de Producción real de la Industria-IPI, este último como *proxy* del PIB mensual real) rezagados a 1 mes; y “u” corresponde al error en la medición del modelo, el cual se supone i.i.d.. Esta estructura es utilizada tanto para el modelo general como para la versión segmentada por solvencia y períodos.

La evaluación de este modelo se realiza siguiendo las técnicas utilizadas en las series de tiempo de corte transversal, específicamente la de los mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS por su nombre en inglés).

### III. Resultados

El cuadro 1 resume los resultados del modelo aplicado para el período de estudio general (1996:4-2014:8), incluyendo el cálculo de los efectos

de largo plazo. Ello tanto para el crecimiento del crédito total como para el del crédito comercial.

Las cifras obtenidas confirman la presencia del canal de préstamos bancarios en la economía colombiana. Así, la tasa de interés interbancaria reporta un impacto negativo y significativo sobre el crecimiento de la cartera total. De esta manera, un aumento en la TIB de 1 punto porcentual (pp) corresponde a una caída de 4.49pp en el crecimiento de la cartera total. Lo mismo se comprueba para el cre-

**Cuadro 1. Resultados del modelo general calculado con solvencia (1996:4-2014:8)**

	Credito total (No. Observaciones: 5065)		Credito comercial (No. Observaciones: 5037)	
	estimador	significancia	estimador	significancia
Constante	21.560 (3.782)	***	25.513 (4.599)	***
Tamaño	-0.167 (0.465)	n.s.	-0.371 (0.567)	n.s.
Solvencia	-0.901 (0.160)	***	-0.841 (0.193)	***
<b>Variables de control</b>				
IPI	-0.022 (0.044)	n.s.	-0.011 (0.053)	n.s.
ITCR	0.078 (0.069)	n.s.	0.072 (0.083)	n.s.
<b>Variables de largo plazo</b>				
TIB	-4.489 (0.480)	***	-4.512 (0.578)	***
TIB*Tamaño	0.071 (0.069)	n.s.	0.077 (0.083)	n.s.
TIB*Solvencia	0.382 (0.023)	***	0.376 (0.028)	***

Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\*, \*\* y \* implican significancia al 1%, al 5% y al 10%, respectivamente.

n.s. - No significativo. TIB: Tasa de Interés Interbancaria.

IPI: Índice de Producción Industrial (Proxy del PIB).

ITCR: Índice de la Tasa de Cambio Real.

Tamaño: activos banco como proporción de activos totales del mercado.

Solvencia: patrimonio como proporción de los activos.

Fuente: cálculos propios con base en Superintendencia Financiera, Dane y Banco de la República.



cimiento del crédito comercial, con una caída de 4.51pp.

Otro resultado importante exhibido en ambas estimaciones del modelo general es la presencia de efectos heterogéneos en el canal de préstamos bancarios según la solvencia. Así, bancos con niveles de solvencia más altos presentan una menor sensibilidad ante cambios en el instrumento de intervención. Más específicamente, los resultados obtenidos implican que, entre más solvente es un banco, el efecto del canal de préstamos bancarios sobre el crecimiento del crédito total se contrarresta en 0.38pp, cifra que también aplica para el crédito comercial.

Para darle robustez a dichos resultados, el modelo general fue estimado de nuevo, esta vez utilizando el indicador de capitalización en lugar de la solvencia.

En línea con lo observado en el modelo de solvencia, la estimación empírica desde la perspectiva de la capitalización arroja evidencia importante sobre la existencia del canal de préstamos

bancarios en el país. En particular, para esta estimación, un aumento de 1pp en la TIB corresponde a una caída de 5pp en el crecimiento de la cartera total y de 4.6pp en el crecimiento de la cartera comercial. Adicionalmente, también se evidencia la presencia de efectos heterogéneos en la transmisión monetaria. En esta ocasión respecto a la capitalización y al tamaño del establecimiento. De esta manera, a mayor capitalización en un banco, el efecto del canal de préstamos bancarios es contrarrestado en 0.76pp para la cartera total y en 0.7pp para la comercial. En cuanto al tamaño, las reducciones son del orden de 0.53pp y 0.49pp, respectivamente.

Ahora, entrando al detalle de los modelos segmentados, el cuadro 2 plantea los resultados para la clasificación por solvencia según la mediana. Es decir, donde “alta solvencia” se refiere a aquellos bancos con un indicador de solvencia superior a la mediana del período, mientras que “baja solvencia” agrupa a los bancos con solvencia inferior a la mediana del período.

De acuerdo con los resultados obtenidos, la presencia del canal de préstamos bancarios en la economía es más marcada cuando la política monetaria es contractiva, con un efecto levemente superior en los bancos de “baja solvencia”. Allí, un aumento de 1pp en la TIB se refleja en una caída de 13.4pp en el crecimiento de la cartera total, mientras que en el grupo de “alta solvencia” las caídas son de 13.2pp. Entre tanto, el período de política expansiva confirma la presencia del canal de préstamos bancarios en el grupo de “alta solvencia”, con aumentos de 10.6pp en el crecimiento de la cartera total frente a reducciones de 1pp en la TIB.

Las cifras exhibidas para el canal de préstamos bancarios en momentos de política contractiva se repiten en la estimación del modelo segmentado según la media, puesto que la media (11.5%) y la mediana (10.4%) de solvencia para este período son similares. Razón por la cual las clasificaciones de “alta solvencia” y “baja solvencia” fueron las mismas para ambos planteamientos (ver cuadro 3). De otro lado, los resultados del período de política expansiva

**Cuadro 2. Modelo desagregado por solvencia según mediana**

	Política contractiva (2006:10-2008:8)				Política expansiva (2008:8-2009:12)			
	<u>Alta solvencia</u>		<u>Baja solvencia</u>		<u>Alta solvencia</u>		<u>Baja solvencia</u>	
	(No. Observaciones: 172)		(No. Observaciones: 207)		(No. Observaciones: 128)		(No. Observaciones: 153)	
	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia
<b>Variables de largo plazo</b>								
TIB	-13.216 (4.672)	***	-13.403 (3.825)	***	-10.648 (5.341)	**	-3.204 (5.411)	n.s.
TIB*Tamaño	0.077 (0.089)	n.s.	1.564 (0.255)	***	0.092 (0.261)	n.s.	1.327 (0.335)	***
TIB*Solvencia	-0.045 (0.203)	n.s.	0.308 (0.273)	n.s.	0.606 (0.269)	**	0.225 (0.601)	n.s.

Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\*, \*\* y \* implican significancia al 1%, al 5% y al 10%, respectivamente.

n.s. - No significativo. TIB: Tasa de Interés Interbancaria.

Tamaño: activos banco como proporción de activos totales del mercado.

Solvencia: patrimonio como proporción de los activos.

Fuente: cálculos propios con base en Superintendencia Financiera, Dane y Banco de la República.

continúan exhibiendo el signo esperado (aunque no significativo) para el grupo de “alta solvencia”. Mientras que el segmento de “baja solvencia” exhibe correlaciones positivas (pero no significativas) entre la TIB y el crecimiento de la cartera.

Para complementar dichos resultados, el cuadro 4 y el cuadro 5 exhiben las estimaciones del mismo modelo desde

la perspectiva de la capitalización, separando según mediana y media, respectivamente.

De esta manera, separando los grupos según la mediana de capitalización, los resultados exhiben un comportamiento particular en el segmento de “baja capitalización” en políticas expansivas. Así, disminuciones de 1pp en la TIB corresponden a reducciones de 6.8pp

en el crecimiento de la cartera total. Reacción que va en contra de la teoría del canal de préstamos bancarios.

Contrario a esto, el grupo de “alta capitalización” en momentos de expansión monetaria sí exhibe la presencia del canal de préstamos bancarios, con aumentos de 21.1pp en el crecimiento de la cartera total frente a disminuciones de 1pp en la TIB.

**Cuadro 3. Modelo desagregado por solvencia según media**

	Política contractiva (2006:10-2008:8)				Política expansiva (2008:8-2009:12)			
	Alta solvencia		Baja solvencia		Alta solvencia		Baja solvencia	
	(No. Observaciones: 172)		(No. Observaciones: 207)		(No. Observaciones: 43)		(No. Observaciones: 238)	
	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia
<b>Variables de largo plazo</b>								
TIB	-13.216 (4.672)	***	-13.403 (3.825)	***	-4.557 (9.956)	n.s.	3.862 (3.329)	n.s.
TIB*Tamaño	0.077 (0.089)	n.s.	1.564 (0.255)	***	0.549 (1.453)	n.s.	0.296 (0.173)	*
TIB*Solvencia	-0.045 (0.203)	n.s.	0.308 (0.273)	n.s.	0.192 (0.413)	n.s.	-0.124 (0.310)	n.s.

Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\*, \*\* y \* implican significancia al 1%, al 5% y al 10%, respectivamente.

n.s. - No significativo. TIB: Tasa de Interés Interbancaria.

Tamaño: activos banco como proporción de activos totales del mercado.

Solvencia: patrimonio como proporción de los activos.

Fuente: cálculos propios con base en Superintendencia Financiera, Dane y Banco de la República.

**Cuadro 4. Modelo desagregado por capitalización según mediana**

	Política contractiva (2006:10-2008:8)				Política expansiva (2008:8-2009:12)			
	Alta solvencia		Baja solvencia		Alta solvencia		Baja solvencia	
	(No. Observaciones: 195)		(No. Observaciones: 184)		(No. Observaciones: 128)		(No. Observaciones: 153)	
	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia
<b>Variables de largo plazo</b>								
TIB	-1.901 (3.967)	n.s.	-4.225 (4.029)	n.s.	-27.127 (4.410)	***	6.825 (3.136)	**
TIB*Tamaño	-1.069 (0.517)	**	0.218 (0.164)	n.s.	6.789 (1.170)	***	-0.030 (0.190)	n.s.
TIB*Solvencia	-1.301 (0.337)	***	-1.821 (2.042)	n.s.	1.902 (0.202)	***	-0.193 (2.286)	n.s.

Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\*, \*\* y \* implican significancia al 1%, al 5% y al 10%, respectivamente.

n.s. - No significativo. TIB: Tasa de Interés Interbancaria.

Tamaño: activos banco como proporción de activos totales del mercado.

Capitalización: capital social como proporción de los activos.

Fuente: cálculos propios con base en Superintendencia Financiera, Dane y Banco de la República.

La estimación del modelo separado según la media de capitalización encuentra resultados similares. Así, las únicas diferencias provienen del período de política expansiva, donde el grupo de “alta capitalización” ya no exhibe efectos heterogéneos respecto al tamaño, mientras que el de “baja capitalización” ostenta un nuevo efecto respecto a la capitalización. De esta manera, entre más capitalizado está un banco, las reducciones en el crecimiento de la cartera total se contrarrestan en 1.24pp.

## Conclusiones

Dados los resultados obtenidos, este trabajo confirma la presencia de un canal de préstamos bancarios en Colombia, tanto para los créditos totales como para los comerciales. Adicionalmente, se evidencia la existencia de comportamientos heterogéneos en dicho canal dependiendo de la estructura financiera de los bancos estudiados. Así, un banco con mayores niveles de solvencia (y/o capitalización) parece

ser menos sensible ante cambios en la TIB. De manera similar, bancos de mayor tamaño reaccionan en menor medida ante variaciones en la TIB.

No obstante, los resultados obtenidos en las estimaciones por segmentos evidencian que dicha mayor o menor sensibilidad según el nivel de solvencia (y/o capitalización) varía dependiendo del tipo de política monetaria que esté siendo aplicada. Así, cuando la política es contractiva, los bancos de menor solvencia exhiben la presencia del canal de préstamos bancarios con mayor fuerza, mientras que, cuando la política es expansiva, los más solventes son los únicos que reaccionan bajo dicha teoría. Adicionalmente, se pudo observar la presencia de un comportamiento inesperado en los bancos de baja capitalización durante momentos de expansión monetaria. Allí, caídas en la TIB correspondieron a disminuciones en el crecimiento de la cartera total en lugar de incentivar la dinámica de créditos.

De esta manera, el canal de préstamos bancarios exhibe una presencia más

fuerte en momentos de contracción monetaria, mientras que en tiempos de expansión el efecto es más diluido. Esto obedece a la mayor libertad de acción con la que cuentan los agentes cuando la política aplicada es expansiva. Así, aun cuando las tasas de interés caen, los agentes no necesariamente aumentan sus niveles de demanda o de oferta de crédito. Al respecto, se han documentado dos casos representativos: i) el de Japón, donde la insuficiente demanda agregada de crédito anuló el efecto de las expansiones monetarias que se habían aplicado (Bernanke, 1999); y ii) el de Nueva Inglaterra (Estados Unidos), donde las dificultades para cumplir con los requerimientos mínimos de capital no les permitió a los bancos aprovechar los menores costos de financiamiento dados por la expansión monetaria (Van den Heuvel, 2007). De hecho, según la literatura económica puede ocurrir incluso que el crédito disminuya en momentos de expansión monetaria, particularmente en los bancos de menor solvencia, los cuales tienden a disminuir sus niveles de cartera para cumplir con el indicador de capital/activo límite definido por la

**Cuadro 5. Modelo desagregado por capitalización según media**

	Política contractiva (2006:10-2008:8)				Política expansiva (2008:8-2009:12)			
	<u>Alta solvencia</u> (No. Observaciones: 126)		<u>Baja solvencia</u> (No. Observaciones: 253)		<u>Alta solvencia</u> (No. Observaciones: 43)		<u>Baja solvencia</u> (No. Observaciones: 238)	
	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia	estimador	significancia
<b>Variables de largo plazo</b>								
TIB	0.306 (4.966)	n.s.	-4.296 (3.561)	n.s.	-24.937 (5.034)	***	5.971 (2.760)	**
TIB*Tamaño	-1.377 (0.683)	**	0.231 (0.181)	n.s.	6.963 (4.611)	n.s.	0.066 (0.190)	n.s.
TIB*Solvencia	-1.656 (0.383)	***	-0.467 (0.975)	n.s.	2.871 (0.160)	***	-1.240 (0.744)	*

Errores estándar entre paréntesis.

\*\*\* \*\* y \* implican significancia al 1%, al 5% y al 10%, respectivamente.

n.s. - No significativo. TIB: Tasa de Interés Interbancaria.

Tamaño: activos banco como proporción de activos totales del mercado.


Capitalización: capital social como proporción de los activos.

Fuente: cálculos propios con base en Superintendencia Financiera, Dane y Banco de la República.

regulación (Peek y Rosengren, 1992), muy en línea con los resultados observados en el presente trabajo.

En síntesis, los resultados del presente documento confirman la presencia de un canal de préstamos bancarios en Colombia, con un carácter altamente heterogéneo según las características

financieras de cada banco y el tipo de política monetaria que se esté aplicando. La presencia de estas asimetrías en la transmisión de la política monetaria evidencian la necesidad de que el Banco Central entre en mayor detalle a la hora de estudiar el comportamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la economía,

en particular respecto al canal de préstamos bancarios, de manera que se pueda predecir más cercanamente cómo actuará la economía ante ciertos incentivos monetarios y cómo estos deben ser modificados para que su ritmo de transferencia sobre la economía sea más acorde con las necesidades de la misma. 

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Altunbas Y., Gambacorta L. y Márquez-Ibañez D. (2010), “Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?”, *BIS Working Papers*, No. 298, y *European Central Bank, Working Paper*, No. 1166.

Bernanke B. y Blinder A.S. (1992), “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, *American Economic Review* 82: 901-22.

Bernanke B., (1999, diciembre), “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?”

Boivin J., Kiley M. y Mishkin F. (2010, abril), “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time?”, National Bureau of Economic Research.

Clavijo L., (2004, julio), “La transmisión de la política monetaria en Colombia vista a través de los balances bancarios”.

Disyatat P. (2010, febrero), “The Bank Lending Channel Revisited”, *BIS Working Papers*, No. 297.

Fazzari S., Hubbard R.G. y Petersen B.C. (1998), “Financing Constraints and Corporate Investment”,

*Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(1):141-195.

Gambacorta L. y Márquez-Ibañez D. (2011, mayo), “The Bank Lending Channel: Lessons from the Crisis”, *BIS Working Papers*, No. 345.

Gómez-González J. y Grosz F. (2007), “Evidence of a Bank Lending Channel for Argentina and Colombia”, *Cuadernos de Economía* 44:109-26.

Gómez-González J. y Morales P. (2009), “Bank Lending Channel of Monetary Policy: Evidence for Colombia, Using a Firms Panel”, *Borradores de Economía*, Banco de la República, No. 545.

Kishan R.P. y Opiela T. (2000), “Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel”, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 32.

Kishan R.P. y Opiela T. (2006), “Bank Capital and Loan Asymmetry in the Transmission of Monetary Policy”, *Journal of Banking and Finance*, No. 30.

Kishan R.P. y Opiela T. (2012), “Monetary Policy, Bank Lending and the Risk-Pricing Channel”, *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 44.

Mishkin F., (1996), “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, No. 5464.

Peek J. y Rosengren E. (1992), “Crunching the Recovery: Bank Capital and the Role of Bank Credit”.

Reyes N., Gómez-González J. y Ojedaya J. (2014), “Bank Lending, Risk Taking, and the Transmission of Monetary Policy: New Evidence for an Emerging Economy”, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies* 8:1-2, 67-80.

Torres A. (2012, octubre 30), “El papel de los establecimientos bancarios en la transmisión de la política monetaria”, *Documentos CEDE*, Universidad de los Andes.

Van den Heuvel S., (2007), “The Bank Capital Channel of Monetary Policy”, Department of Finance, Universidad de Pensilvania.

Xiong Q., (2013), “The Role of the Bank Lending Channel and Impacts on Stricter Capital Requirements on the Chinese Banking Industry”, *BOFIT Discussion Papers*, No. 7.



# Del “Plan Colombia” a la “Paz de Colombia”

**E**l pasado mes de febrero se cumplieron quince años de vigencia del llamado “Plan Colombia”, estrategia de fortalecimiento de la Fuerza Pública del país con recursos provenientes de Estados Unidos, la cual fue ideada y desarrollada por la Administración Pastrana durante 1999-2000, dado el fallido proceso de paz del momento.

Dicha conmemoración congregó a los presidentes Santos y Obama en Washington D.C., ocasión que fue aprovechada para repensar dicho “Plan Colombia” de cara a la era del “posconflicto” que se avecina con los acuerdos sobre desmovilización, dejación del narcotráfico y entrega de las armas por parte de las FARC.

Recordemos que, bajo el Plan Colombia (2000-2015), el país ha recibido casi US\$10.000 millones de asistencia económica por parte de Estados Unidos, convirtiendo a Colombia en el mayor “receptor” de apoyo en la región. Colombia, a su vez, hizo esfuerzos gigantes por fortalecer sus sistemas de seguridad y defensa durante ese mismo período, destinando en promedio un 3.4% del PIB por año, dato que supera casi en un 1% del PIB la cifra que se observa en la región. Así, mientras que ese esfuerzo adicional histórico de Colombia por fortalecer su Fuerza Pública equivale anualmente a cerca de unos US\$2.800 millones por año, el aporte de Estados Unidos ha sido del orden de US\$660 millones anuales. Esto quiere decir que ha habido una especie de pacto de “ayúdame y yo te



*ayudará”: por cada US\$4 adicionales de esfuerzo de Colombia (hacia dicho objetivo), Estados Unidos ha aportado un dólar. En buena medida, puede concluirse que el “Plan Colombia” nos ayudó de forma crucial a superar esa difícil etapa de “Estado semifallido” del período 1995-1999 (ver Informe Semanal No. 1022 de abril de 2010).*

Gracias a dicha fortificación estatal, ahora podemos pensar en un re-enfoque del Plan Colombia hacia el posconflicto, a sabiendas de que los costos de dicho posconflicto podrían rondar valores cercanos al 2%-3% del PIB por año

durante el período 2017-2025 (proceso de cuantificación sobre el cual está trabajando arduamente Anif por petición expresa de diversos gremios).

Sin embargo, la coyuntura fiscal es difícil, tanto en Estados Unidos como en Colombia, y allegar dichos recursos no será tarea fácil. En efecto, la era pos-Lehman ha dejado a Estados Unidos con niveles de deuda pública que

\* Corresponde al Informe Semanal No. 1329 del 22 de agosto de 2016.

bordean un 110% del PIB y la pugna partidista atraviesa por momentos complejos. De hecho, esto último ha implicado reducciones a solo US\$300 millones anuales en las asignaciones presupuestales de Estados Unidos hacia el Plan Colombia, cifra bastante inferior frente a los US\$800 millones anuales recibidos durante Bush-hijo.

Como veremos, la esperanza es que esta nueva fase de “Paz Colombia” logre elevar dichas partidas de apoyo hacia los US\$450 millones/año, siguiendo las peticiones recientes que hiciera en este sentido el propio presidente Obama a su Congreso para el año 2017. Esto luce bastante factible si la sucesora presidencial llegara a ser Hillary Clinton, pero poco probable si Trump gana la contienda electoral.

En el caso de Colombia, sus dificultades fiscales han aflorado desde 2016 y serán más gravosas durante 2017-2020 (aun aprobándose una reforma tributaria que llegara a incrementar el recaudo en el esperado 2% del PIB por año). Recordemos que el fin del auge minero-energético en Colombia ha implicado pérdidas cercanas al 3% del PIB en ingresos fiscales (vs. sus valores pico de 2013). Por ejemplo, las cifras del propio Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2016 (MFMP-2016) revelan que honrar la Regla Fiscal requeriría ajustes ya no por el 2% del PIB (como lo advertía Anif un año atrás), sino por cerca del 3% del PIB tan pronto como en el año 2020. De hecho, si a dichos faltantes les añadiéramos las obligaciones presupuestales derivadas de los Acuerdos de Paz, entonces la brecha presupuestal ascendería a no menos del 4%-5% del PIB para 2020 (ver *Informe Semanal* No. 1323 de julio de 2016).

Todo lo anterior implica que la carga fiscal-marginal de los gastos del

posconflicto tendrá que ser asumida en mayor proporción por Colombia. En esta nota pasaremos revista histórica a lo ganado con el Plan Colombia y los desafíos que implicará poder mantener dicha asistencia económica en el período del posconflicto.

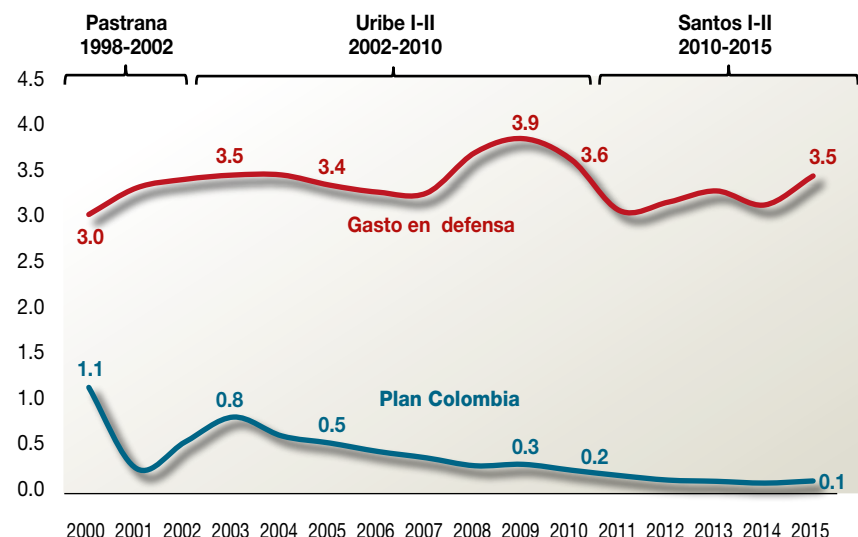
## Recuento histórico del Plan Colombia

En 1999, la Administración Pastrana suscribió con el gobierno de Estados Unidos un acuerdo bilateral para incrementar la cooperación antinarcoóticos, inicialmente con énfasis en la Policía Nacional de Colombia. Después vendría su extensión hacia dotación para las Fuerzas Militares y algo de gasto social. Ya mencionamos cómo el Plan Colombia ha implicado transferencias cercanas a los US\$10.000 millones durante el período 2000-2015, donde (implícitamente) por cada US\$4 de esfuerzo adicional de Colombia (respecto

de la región), Estados Unidos ha aportado un dólar adicional a ese objetivo de fortalecimiento de la seguridad. En el caso de Colombia, ese esfuerzo fiscal propio ha sido fondeado, en buena medida, por las diferentes versiones del “Impuesto al Patrimonio-Riqueza” durante los últimos quince años.

A lo largo de la implementación del Plan Colombia pueden identificarse tres fases, siendo la primera de ellas el llamado “Plan para la Paz, la Prosperidad y el Fortalecimiento del Estado (2000-2006)”. En dicha fase, la asistencia norteamericana promedió cerca de US\$800 millones por año (cerca del 0.6% del PIB), siendo un 16% del presupuesto de Colombia del sector defensa (3.3% del PIB), ver gráfico 1. Dicha fase se focalizó en fortalecer las capacidades de la Fuerza Pública, los mecanismos de erradicación de cultivos ilícitos, apoyo para el desarrollo económico de las regiones afectadas por el conflicto armado, y en recursos para

**Gráfico 1. Gasto en seguridad-defensa en Colombia vs. Plan Colombia (% del PIB)**



Fuente: cálculos Anif con base en Ministerio de Defensa y Presidencia de la República.

la administración de justicia a través de la implementación del Sistema Penal Oral Acusatorio.

La segunda fase se denominó “Estrategia de Fortalecimiento de la Democracia y el Desarrollo Social (2007-2009)”. Allí las transferencias de Estados Unidos se redujeron hacia valores promedio de US\$650 millones (vs. los US\$800 millones de 2000-2006). Dado el aumento en el gasto militar de Colombia hacia el 3.6% del PIB durante ese período, la participación del Plan Colombia sobre dicho gasto se redujo hacia niveles del 9% (vs. el 17% de 2000-2006). Allí se mantuvo la focalización militar-antinarcóticos y se fortaleció la atención a la población desplazada y la asistencia social (con ampliaciones de programas tipo Familias en Acción). Adicionalmente, durante dicha fase se empezó la llamada “Re-Nacionalización”, mediante la cual el Estado colombiano asumió paulatinamente las competencias de mantenimiento y fondeo de los diferentes programas del acuerdo (tanto en lo referente a equipo militar como a programas sociales).

Durante la fase “final” de 2010-2015, ya bajo la Administración Santos I-II, los recursos del Plan Colombia se redujeron hacia los US\$300 millones (0.1% del PIB), dadas las pugnas bipartidistas de Estados Unidos (con agravantes por preocupaciones por los llamados “falsos positivos” y amenazas a sindicalistas), además de sus dificultades fiscales. Nótese cómo bajo esta fase final, la proporción Plan Colombia/Gasto en defensa ha descendido a niveles de solo el 3%.

Todo lo anterior implica que el componente propiamente militar (“hard”) del Plan Colombia explica el 72% de los recursos (US\$7.000 millones), focalizados principalmente en la profe-

sionalización de las Fuerzas Militares y la lucha contra el narcotráfico (con un componente importante de fumigación y erradicación con glifosato de cultivos ilícitos). El restante 28% (el componente “soft”, cerca de US\$3.000 millones) se ha destinado a programas de desarrollo social (incluyendo programas de desarrollo alternativo; asistencia a comunidades desplazadas; programas de reforma judicial; desmovilización y reintegración; y derechos humanos).

### Resultados del Plan Colombia

Dada la concentración en su componente militar, el Plan Colombia logró importantes avances en el aprovisionamiento de las Fuerzas Armadas. Allí cabe destacar: i) la profesionalización del pie de fuerza, pasando de 23.000 soldados profesionales en 1998 a 88.000 en 2014-2015; ii) la sustitución y renovación de armamento-equipos (incluida la adquisición de 165 helicópteros, 4

aviones Hércules, 24 avionetas de fumigación, 95 botes de patrullaje, entre otros); y iii) mejoras en la coordinación de las Fuerzas Militares a través de las llamadas “fuerzas de tarea conjunta” (equipadas con tecnología de punta) y la creación de cerca de 30 brigadas móviles y 8 batallones de montaña.

Esos resultados de medio se han visto reflejados en importantes mejoras en metas objetivas de orden público. Allí cabe destacar los logros en materia de: i) descensos en las tasas de secuestros hacia niveles de 0.4 por cada 100.000 habitantes (200 casos) en 2015, frente a los 8.9 por cada 100.000 habitantes (3.572 casos) en el año 2000; ii) menores tasas de homicidios, donde en 2015 se llegó a 25 por cada 100.000 habitantes (vs. valores de 70 por cada 100.000 habitantes en el año 2000), aunque ello todavía dista del rango 0.5-4 por 100.000 habitantes observados en países “normales”; y iii) un menor número de atentados terroristas a la infraestructura, los cuales rondan actualmente los 109 casos (vs. los 1.000 observados en el

**Gráfico 2. Área cultivada de coca en Colombia (Miles de hectáreas)**



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

año 2000). Claramente estas cifras han contado con el efecto positivo adicional de la tregua unilateral de las FARC durante los años recientes de negociación de los acuerdos.

En el frente de área sembrada de coca, se logró reducir las hectáreas sembradas desde los picos de 145.000 en 2001 hacia mínimos cercanos a las 50.000 durante 2012-2013, en buena medida por el asedio de la Fuerza Pública y los esfuerzos de fumigación con glifosato, ver gráfico 2. Sin embargo, dicha tendencia se ha revertido en años recientes, llegando nuevamente a niveles de 96.000 hectáreas de coca en 2015. Allí han confluído: i) el menor asedio de la Fuerza Pública; ii) las expectativas de cultivadores beneficiados por eventuales programas de sustitución de cultivos en el marco del posconflicto; y iii) la suspensión de la fumigación con glifosato (Auto 074 de 2014 de la Corte Constitucional, CC), ante los potenciales efectos carcinógenos de la aspersión de dicho químico.

### Costo del posconflicto y faltantes fiscales (a manera de conclusiones)


Ya comentamos cómo el marchitamiento del Plan Colombia ha confluído con la necesidad de financiamiento de los gastos del posconflicto, los cuales podrían rondar niveles brutos cercanos al 2%-3% del PIB durante el próximo quinquenio (derivados de reparación a las víctimas, la justicia transicional y el fondeo temporal de las “Zonas de Concentración”).

Infortunadamente, el espacio fiscal para fondar ese posconflicto luce apretado (o incluso inexistente) bajo la actual trayectoria fiscal del país. En

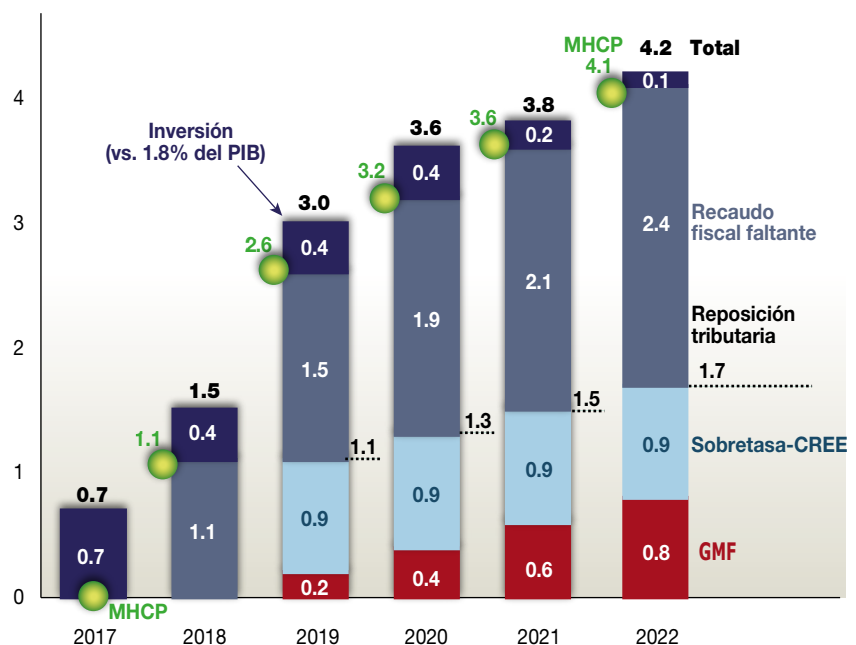
efecto, el propio MFMP-2016 avizora que cumplir la Regla Fiscal requiere allegar recursos tributarios nuevos por cerca del 1.1% del PIB en 2018 y del 1.9% del PIB hacia 2020. Más aún, los faltantes fiscales serían del 3.2% del PIB en 2020 (= 1.9% de nuevos recaudos + 1.3% reposición del GMF, el Imporriqueza y la sobretasa-CREE) y del 4.1% del PIB en 2022-2026 (= 2.4% nuevos recaudos + 1.7% reposición), donde solo se incluyen parcialmente requerimientos derivados de los Acuerdos de Paz (ver gráfico 3).

Ahora bien, preocupa que dichos faltantes incluyan recortes a la inversión hacia valores promedio cercanos al 1.4% del PIB durante el próximo quinquenio (-0.4% del PIB vs. los valores históricos del 1.8% del PIB). Dichos recortes al gasto productivo difícilmente podrían calificarse como de “austeridad inteligente” (o de “Presupuesto para la Paz”), pues perjudican las perspectivas

de recuperar el crecimiento potencial perdido por cuenta del fin del auge minero-energético (donde estaremos promediando potenciales del 3.5% durante el próximo quinquenio vs. el histórico 4.5%). Si se quiere evitar que dicha inversión se ubique por debajo de sus niveles históricos, los faltantes fiscales se elevarían aún más hacia el 1.5% del PIB en 2018 (vs. 1.1% del MFMP-2016) y al 3.6% del PIB en 2020 (vs. 3.2%).

Resulta alarmante que dichos faltantes fiscales puedan elevarse a cerca del 5% del PIB a la altura del año 2020 al incluirse los gastos del posconflicto (incluso descontando gastos del 1% del PIB por año ya apropiados vía Ley 1448 de 2011). Claramente, el esfuerzo fiscal deberá provenir del Estado colombiano, pues las contribuciones de Estados Unidos hacia el futuro difícilmente superarán los US\$450 millones/año. 

**Gráfico 3. Faltantes fiscales según Anif (vs. MHCP) (% del PIB)**



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.





# Pobreza absoluta, indigencia y desigualdad en Colombia: resultados de 2015

**Los datos más actualizados sobre pobreza monetaria y desigualdad en Colombia continuaron mostrando avances en la lucha contra la pobreza. Es claro que en los favorables resultados en la lucha contra la pobreza se han mezclado las sinergias del buen desempeño macro, particularmente durante 2010-2014, con la expansión de los programas sociales tipo Familias en Acción o la Ley de Formalización y Generación de Empleo (Ley 1429 de 2010). Sin embargo, surge la inquietud sobre la sostenibilidad de estos progresos sociales a la luz de las dificultades macrofiscales que estará enfrentando Colombia durante 2015-2017. Como ya lo hemos mencionado, Anif pronostica que al cierre de 2016 la economía colombiana crecerá cerca de un 2.5%, pero la inflación estará muy elevada por segundo año consecutivo (casi un 7%), combinación de variables que incidirá en el repunte del desempleo hacia un promedio del 9.4% frente al 8.9% observado en 2015 (ver *Informe Semanal* No. 1327 de agosto de 2016).**

En particular, cabe destacar que hayan salido de la pobreza cerca de 171.000 colombianos durante el último año. Esto equivale a una reducción de 0.7 puntos porcentuales (pp) en el Índice de Pobreza. Pero, aun así, ello nos deja con un nivel de pobreza equivalente al 27.8% de la población, donde 13 millones de colombianos viven con ingresos que no superan los \$223.638/persona/mes.

Es decir, un hogar típico colombiano de cuatro personas (dos no adultos) tendría que ganar al menos \$894.552/mes (un 30% por encima del SML) para evitar caer en la pobreza absoluta.

Colombia también ha logrado avances significativos en la reducción de la llamada “indigencia”, situación que ocurre cuando los ingresos tan solo dan para reproducir la fuerza de trabajo. En efecto, la indigencia se redujo en 0.2pp durante el último año, llegando a representar el 7.9% de la población. Esto implica tener todavía unos 3.7 millones de colombianos “sobreviviendo” con ingresos que no superan los \$102.109/persona/mes o, a nivel de un hogar, con ingresos inferiores a \$408.436 (cifra que equivale al 60% de un SML).

Ahora bien, estos significativos progresos en la lucha contra la pobreza-indigencia se ven algo desdibujados al constatar que la concentración del ingreso, infortunadamente, se mantuvo elevada y constante durante el año 2015. En efecto, el coeficiente Gini tan solo ha logrado reducirse hacia 0.52 en 2015 vs. 0.56 observado en 2005, siendo este uno de los

\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1330 del 29 de agosto de 2016.

peores registros de América Latina (ver *Informe Semanal* No. 1316 de mayo de 2016). Al parecer, los efectos de la Ley 1607 de 2012, a través de la mayor progresividad del IMAN, no fueron suficientes para tener un impacto en el Gini. Los datos del período 2014-2015 señalan que su efecto sería muy marginal, dada la altísima elusión-evasión que todavía prevalece en el sistema tributario colombiano.

Peor aún, las recientes actuaciones de la Corte Constitucional (Fallo C-492 de 2015) han revertido el positivo efecto de progresividad tributaria que se había logrado con el esquema del IMAN a través de incrementar las tasas efectivas irrisorias del 5% hacia el 18%-20% para los asalariados de más altos ingresos, según la Ley 1607 de 2012. Con este tipo de actuaciones tipo Hood-Robin, la Corte le está quitando recursos tributarios al sistema que podrían aplicarse al estrato más pobre y regresándolos al tope de los asalariados (ver *Comentario Económico del Día* 8 de octubre de 2015).

Vale la pena recordar que estas cifras de pobreza-indigencia han sido motivo de ajustes metodológicos, donde algunos están plenamente justificados (calorías e inclusión del efecto de los subsidios), ver *Informe Semanal* No. 1194 de octubre de 2013. Pero dichos cambios hacen difícil evaluar entonces las metas originales que se habían trazado en el Plan Nacional de Desarrollo de 2014-2018. Veamos todo esto con mayor detalle.

### Evolución de la pobreza absoluta

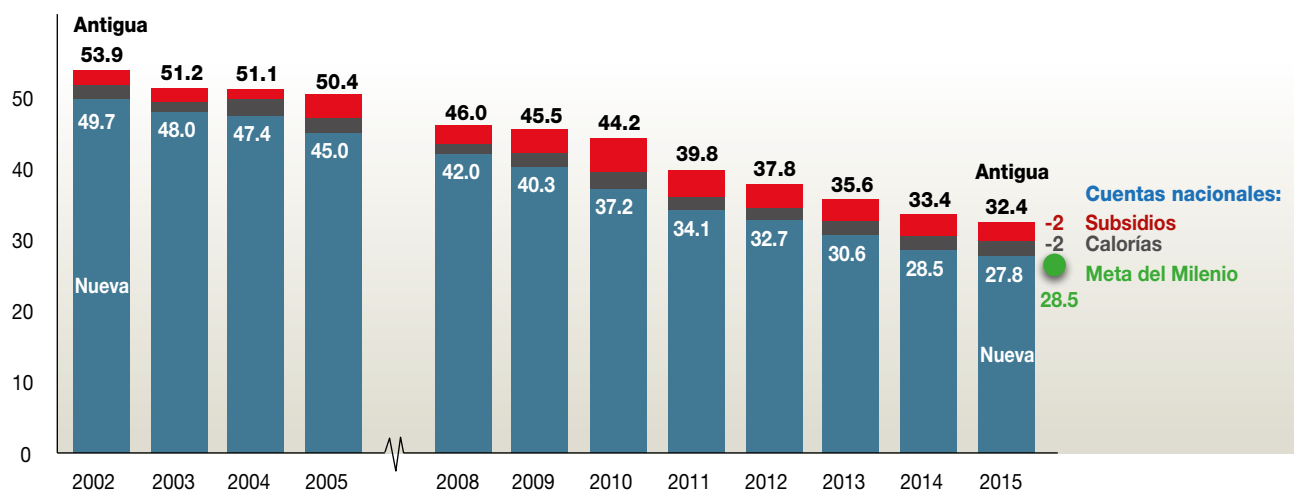
Con la metodología más reciente, el porcentaje de colombianos que reciben un ingreso inferior a \$223.638/persona/mes cayó del 28.5% en 2014 al 27.8% en 2015 (ver gráfico 1). Esto significó una disminución de -0.7pp anuales, inferior al descenso promedio anual de -2.3pp observado durante 2009-2014.

En términos absolutos, esto implicó la salida de la pobreza de 171.000

personas durante el último año, cifra muy inferior a la observada un año atrás (784.000 personas salieron de la pobreza en 2014). Hacia el futuro, y tal como ya lo comentamos, la desaceleración de la economía, que se inició en el segundo semestre de 2014, haría más difícil continuar con este tipo de progresos en la reducción de la pobreza durante 2016-2017. En efecto, la economía pasó de crecer a una tasa del 4.4% durante 2014 a una tasa del 3.5% en 2015, y se pronostica que se desacelere hacia un 2.5% para 2016. Sumado a lo anterior, la mayor inflación de 2016, probablemente llegando al 7% al cierre del año, pondrá mayor tensión en la lucha contra la pobreza durante 2016-2017.

Ahora bien, de haberse mantenido la metodología anterior en medición de la pobreza, el nivel de pobreza habría sido del 32.4% durante 2015 frente al 37.8% de 2012, con lo cual se habría logrado una reducción de -5.4pp durante dicho período, ver gráfico 1. Nótese entonces que la diferencia a la baja entre las lecturas de las dos metodologías (-4.6pp) se explicaría

**Gráfico 1. Índice de Pobreza Absoluta (Nueva metodología vs. antigua)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

principalmente por la reducción de los requerimientos calóricos y la inclusión de los subsidios.

Es posible desagregar los efectos de los cambios metodológicos, ya que la línea de indigencia calcula el ingreso mínimo que una persona debe tener por día para sobrevivir (alimentarse). En este caso suponemos que la diferencia en las lecturas de pobreza extrema entre las dos metodologías ocurre por efecto de la disminución de los requerimientos calóricos. Así, este factor habría reducido la pobreza en -2pp durante 2014-2015.

## Indigencia

Como hemos comentado en otras ocasiones, el ascenso de la indigencia durante 2005-2008 fue el resultado de la creciente inflación de alimentos. Con la nueva metodología, durante 2008-2015 los niveles de indigencia cayeron de niveles del 16.4% al 7.9%, ver gráfico 2. Más aún, en 2015 esta variable registró un esperanzador

7.9%, cifra inferior en 0.2pp a lo observado un año atrás. Sin embargo, en el futuro cercano 2016-2017 no debería sorprendernos que la desaceleración económica, la mayor inflación y los incrementos en la tasa de desempleo empiecen a mostrar estancamiento en estos logros o inclusive moderadas reversiones.

La lectura de indigencia de la nueva metodología muestra que la pobreza extrema logró reducirse del 10.4% en 2012 a un 7.9% en 2015. Esto último implica una reducción de -0.2pp durante el último año. Bajo la metodología antigua, la cifra de indigencia se habría reducido durante el último año al registrar una lectura del 10.1% para 2014 y del 9.9% para 2015. Si la discrepancia entre la nueva y la antigua metodología correspondiera en buena parte al ajuste por calorías requeridas, la cuota mínima de la disminución por menores requerimientos calóricos habría sido de -2pp. En este caso, también cabe aclarar que la cifra observada sin modificación de la metodología habría sido cercana al

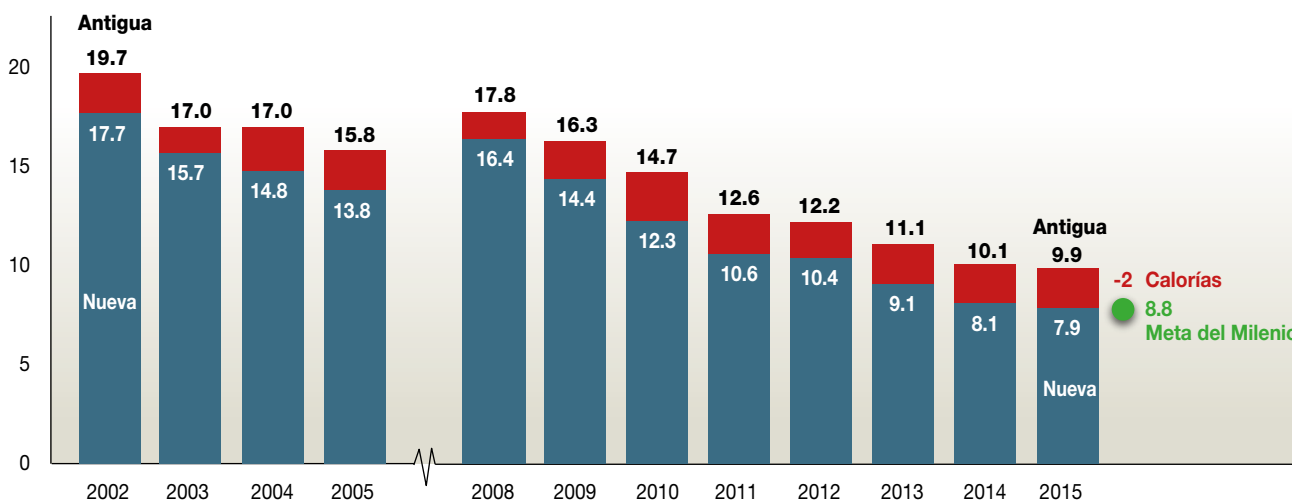
9.9%, superior en 1.1pp a lo definido por Naciones Unidas, pero igualmente con tendencias favorables de descenso y en línea con los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

## Desigualdad en ingresos

Tal como ya lo señalamos, en este frente de desigualdad de ingresos, Colombia continúa “congelada en el Jurásico Superior”; muchos discursos pro equidad y mínimos resultados tangibles. En efecto, la concentración del ingreso se mantiene en niveles muy elevados, donde el coeficiente de Gini tan solo ha logrado reducirse hacia el 0.52 en 2015 (vs. 0.56 observado en 2005), siendo este uno de los peores registros de América Latina.

Con el agravante de que la política fiscal en Colombia (tanto en lo tributario como por el lado del gasto) mantiene prácticamente inalterada dicha desigualdad, en contravía de lo que ocurre en los países desarrollados e incluso en la mayoría de países de la

**Gráfico 2. Índice de Indigencia (Nueva metodología vs. antigua)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

región (ver *Informe Semanal* No. 1325 de julio de 2016). En el país predomina el perverso efecto regresivo de los subsidios (tipo Hood-Robin), donde se destinan recursos públicos para darle más a los más pudientes, como en el caso de las pensiones de administración pública (Colpensiones).

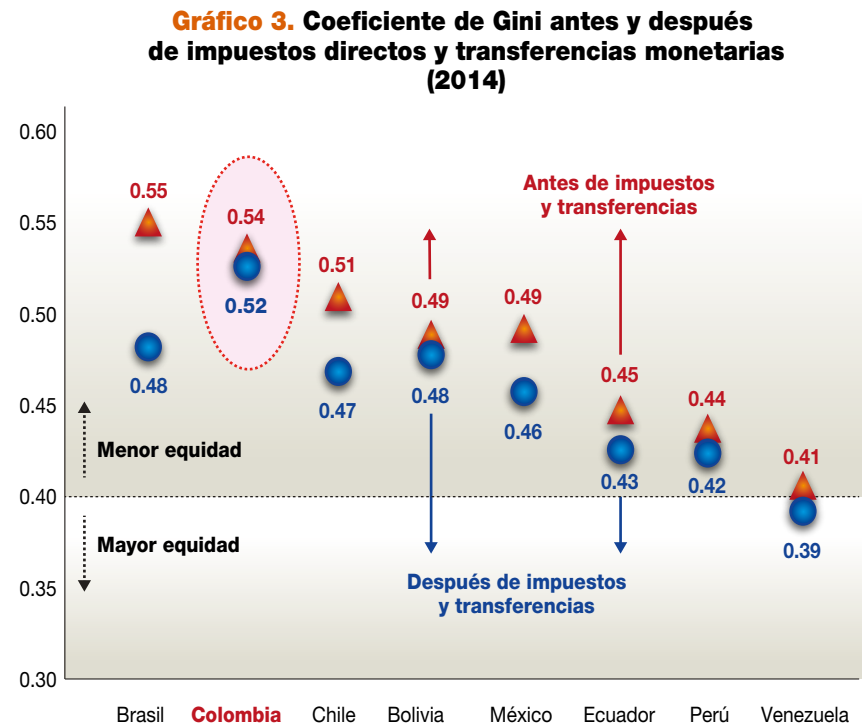
De este modo, las transferencias públicas de las pensiones tienden a aumentar la desigualdad medida en términos del Gini (+0.01), anulando las ganancias provenientes de otras transferencias monetarias. Al considerar las ganancias nulas provenientes de la tributación, Colombia es prácticamente el único país de la región donde la política fiscal carece de incidencia sobre su distribución del ingreso, ver gráfico 3.

Adicionalmente, es lamentable que la Corte Constitucional optará por revertir las ganancias del IMAN (Ley 1607 de 2012), aduciendo (oh paradoja) la defensa del “mínimo vital” (... pero será el de las Altas Cortes), pues en Colombia la tributación de Imporrenta tan solo afecta a quienes ganan más de 5 salarios mínimos.

## Conclusiones

Hemos visto que, en el frente de lucha contra la pobreza-indigencia, Colombia continuó mostrando buenos resultados durante el último año, al reducir en -0.7pp la pobreza absoluta (registrando un 27.8% de la población) y en -0.2pp la indigencia (registrando un 7.9% de la población).

¿Cómo lucen estos progresos respecto a las metas trazadas en la agenda de los Objetivos de Desarrollo del Milenio? Estos resultados lucen favorables, pues la meta de reducción de



Fuente: cálculos Anif con base en Cepal.

la pobreza absoluta apuntaba a llegar al 28.5% en 2015 y, como vimos, la cifra alcanzada fue del 27.8%. Sin embargo, vale la pena aclarar que, de haberse mantenido inalterada la metodología bajo la cual se trazaron dichas metas, el resultado no luciría tan favorable, pues el registro histórico habría estado cerca del 32.4% vs. la meta del 28.5%, pero igualmente cabe abonarle a Santos I un significativo progreso en este frente y muy cerca de la meta trazada.

Respecto a las metas trazadas en reducción de la tasa de indigencia, la meta de los Objetivos de Desarrollo del Milenio era llegar al 8.8% y vimos que se observó un valor del 7.9%, casi un punto porcentual por debajo de la meta señalada. Sin embargo, aquí también cabe aclarar que la cifra observada sin modificación de la metodología habría sido cercana al 9.9%, superior en 1.1pp a lo definido

por Naciones Unidas, pero igualmente con tendencias favorables de descenso y en línea con los Objetivos de Desarrollo del Milenio.

Por último, en el frente de lucha contra la inequidad, los Objetivos de Desarrollo del Milenio trazaron una meta de Gini de 0.47, pero la cifra observada fue un penoso 0.52 en 2015. Por tal motivo, la focalización del gasto social requerirá de medidas encaminadas a: i) lograr la llamada “graduación de pobres”, mediante la depuración de afiliados al Sisben que viene adelantando con buen criterio y ahora con mayor celeridad el DNP; ii) reorganizar la progresividad social de cerca del 10% del PIB que hoy se destina a “subsidios presupuestales”; y iii) la aplicación de reformas estructurales que continúen reduciendo los costos no salariales (como el 4% de la nómina destinado a las Cofamiliares) y los regresivos gastos de Colpensiones. ANIF

# Análisis del potencial exportador de Colombia

**T**ras un 2014 negativo en materia comercial, se esperaba que las exportaciones colombianas repuntaran en 2015-2016, lideradas por una devaluación acumulada del 45%. Sin embargo, lo que ha sucedido es que la caída en las ventas externas se ha prolongado más de lo esperado, llevando al país a una preocupante “crisis exportadora” (ver *Informe Semanal* No. 1322 de julio de 2016). Debido a ello, los desbalances externos de la economía colombiana se acrecentaron, llegando a déficits comerciales del -4.8% del PIB (-US\$14.026 millones) y déficits en cuenta corriente del -6.5% del PIB (-US\$18.925 millones), algo nunca antes visto en Colombia.

Es evidente que esta compleja situación se debe al desplome en el precio internacional de los *commodities*. No obstante, lo que resulta verdaderamente preocupante es que las exportaciones no tradicionales no han podido contrarrestar de ninguna manera el desplome de las exportaciones tradicionales. Como lo hemos

venido señalando, Colombia está rezagada en materia exportadora debido a que no está bien posicionada para aprovechar los Tratados de Libre Comercio (TLCs). Es entonces urgente seguir trabajando en reducir los altos sobrecostos de transporte, logísticos y salariales, resultantes de los atrasos en la llamada “agenda interna”. De igual manera, debe trabajarse más ágilmente en la diversificación de la canasta exportadora (actualmente concentrada en un 62% en *commodities*), que permita consolidar una real oferta exportadora en el país.

Más allá de la entrada en vigencia de los TLCs con Costa Rica y Corea del Sur en agosto de 2016, lo que se ha observado recientemente es un interés del Es-



\* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1337 del 18 de octubre de 2016.



tado colombiano por profundizar los acuerdos ya existentes. Con la implementación del acuerdo de la Alianza del Pacífico (Chile, México y Perú, países con los que se tenían acuerdos bilaterales previos), en julio de 2015, se marca un punto de partida en este proceso.

En nuestro usual balance sobre el grado de aprovechamiento de los TLCs que tiene firmados Colombia actualmente, vemos que el panorama en 2015 continuó siendo desalentador, aun cuando se observó una tenue recuperación frente a lo registrado en 2014. Por TLC, el Triángulo del Norte exhibió una mejora sustancial en su potencial exportador, mientras que la CAN, el EFTA y Estados Unidos mejoraron su potencial exportador de forma apenas marginal. Entretanto, por sectores, se registraron mejoras en confecciones, cuero y calzado, alimentos, químicos, papeles y textiles, principalmente con los países con los cuales no se tienen acuerdos vigentes.

## Metodología de evaluación de los TLCs

Dicho lo anterior, nuestro análisis del potencial exportador de Colombia se concentrará en: i) la dinámica del comercio bilateral entre los firmantes de cada TLC; ii) la canasta importadora de dichos países y su complementariedad con nuestra canasta exportadora; y iii) el tamaño del mercado de los competidores que enfrentamos.

Para ello, calcularemos la Balanza Comercial Relativa (BCR), midiendo allí el grado de competitividad sectorial. Dicha BCR arroja valores entre 1 y -1, pues corresponde al cociente entre la balanza comercial (exportaciones-importaciones) y el comercio total (exportaciones+importaciones). A partir de allí podemos clasificar nuestro aparato productivo nacional como: i) exportador neto (verde), si las exportaciones representan más de dos terceras partes de los flujos totales de comercio

(BCR mayor a 0.33); ii) importador neto (rojo), si las importaciones representan más de dos terceras partes de dichos flujos (BCR menor a -0.33); y iii) neutro comercialmente (amarillo) en caso contrario (ver cuadro 1).

## Evaluación de los TLCs (2014-2015)

En los últimos doce meses a junio de 2016, las exportaciones totales de Colombia se contrajeron un -33.3% anual hasta los US\$30.740 millones (ver gráfico 1). Dicha tendencia se replicó en todos los TLCs en vigencia que tiene Colombia, pero en particular se destacan los pobres desempeños de las exportaciones hacia Estados Unidos (US\$9.365 millones; -24.1% anual), la Zona Euro (US\$5.196 millones; -31.2%) y la CAN (US\$3.153 millones; -33.8%), acuerdos que representan cerca del 60% de las exportaciones colombianas.

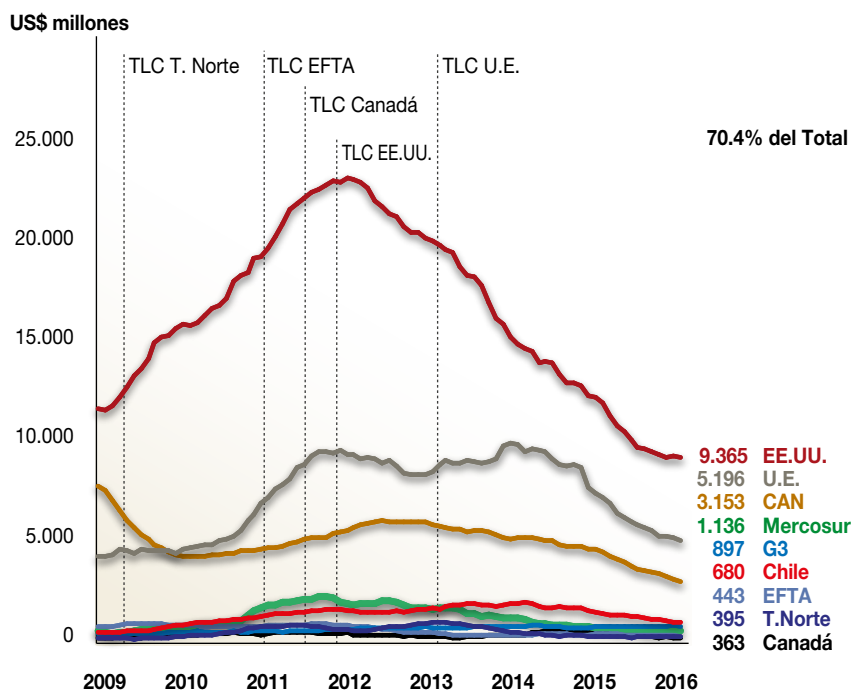
**Cuadro 1. Potencial exportador de Colombia por TLC y sector (2015)**

	Minero	Confecciones	Cuero y calzado	Alimentos	Ref. Petróleo	Agro	Químicos	Papel	Metalúrgico	Vehículos	Plástico y caucho	Textilero	2015	2014	
T. Norte		+		+								+	8	5	+
CAN										+			2	1	+
EFTA													1	1	=
Chile							+						1	0	+
EE.UU.											+		0	-1	+
U.E.													0	0	=
G3													-1	-1	=
Canadá													-2	-2	=
Mercosur													-4	-4	=
Panamá		+			=		+		-			+	9	9	=
Costa Rica		+	+	+					-			+	8	7	+
Corea		+	+	+	+				+				-2	-6	+
Israel		+	+	+	+			+	+				-2	-6	+
<b>2015</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>			
<b>2014</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>			
	=	+	+	+	-	=	+	+	-	=	-	+			

Exportador Neto    Neutro    Importador Neto

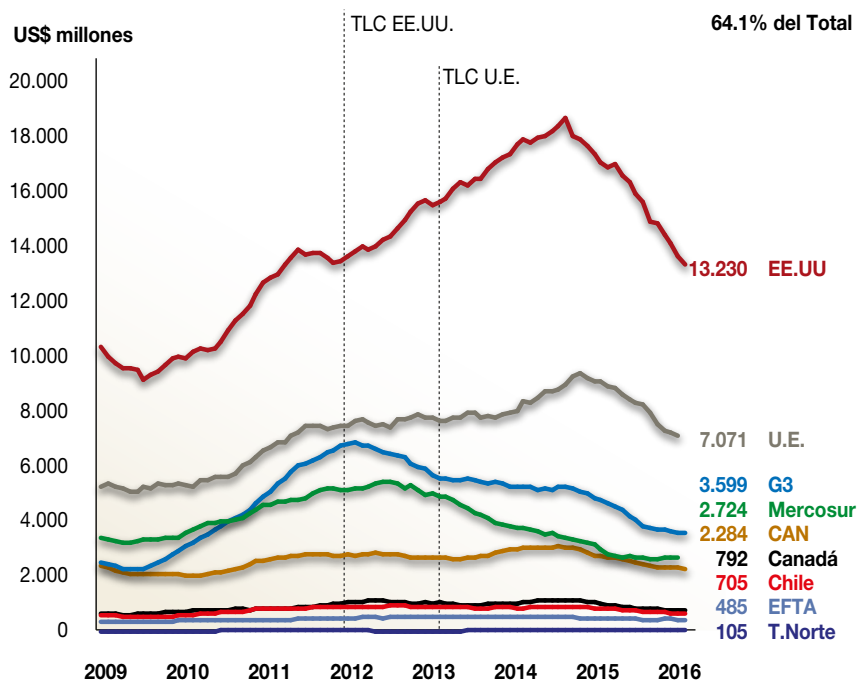
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Gráfico 1. Exportaciones por TLC vigente  
(Acumulado en doce meses a junio de 2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Gráfico 2. Importaciones por TLC vigente  
(Acumulado en doce meses a junio de 2016)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

El mismo patrón se repitió en las importaciones totales (en valor CIF), las cuales se redujeron un -20.3% anual en el acumulado en doce meses a junio de 2016 hasta los US\$48.373 millones (ver gráfico 2). Allí, Estados Unidos (US\$13.230 millones; -21.8% anual), la Zona Euro (US\$7.071 millones; -22%) y la CAN (US\$2.284 millones; -16.7%) también registraron descensos considerables.

Nuestro análisis sectorial usa la métrica del potencial exportador antes explicada. Las variaciones de 2015 respecto de 2014 las marcamos con dos signos positivos (++) cuando el sector haya pasado de rojo (importador neto) a verde (exportador neto), y con uno solo (+) cuando el tránsito haya sido de rojo a amarillo (neutro) o de amarillo a verde. Igualmente, denotamos las pérdidas exportadoras con dos signos negativos (--) al pasar de verde a rojo, y con uno solo (-) al pasar de verde a amarillo o de amarillo a rojo.

Con base en esta metodología, Anif encuentra que el TLC con el Triángulo del Norte de Centroamérica mantiene el mayor potencial exportador para Colombia. Entre 2014 y 2015, este elevó su balance de +5 a +8, ganando potencial en los sectores de confecciones (+), alimentos (+) y textiles (+). El segundo TLC con mayor potencial (+1) sigue siendo el de la CAN, elevando su potencial de +1 a +2, gracias a la marcada disminución en las compras de vehículos importados, dado el incremento en la tasa de cambio peso/dólar. Por otra parte, el EFTA mantuvo su potencial exportador en el último año al haber logrado un balance de +1, mientras que Chile pasó de tener un balance exportador neutro a tener uno positivo de +1, impulsado por la menor penetración de las importaciones de productos químicos.

A su vez, el TLC con Estados Unidos ganó potencial exportador, ya que el sector de plástico y caucho pasó de ser importador neto a ser neutro. Con ello, Estados Unidos no solo incrementó su potencial exportador, sino que pasó de tener un balance exportador negativo de -1 a tener uno neutro. Sin embargo, persiste, por ejemplo, la neutralidad en el sector agropecuario (como parte del proceso de sustitución de importaciones desde países del Mercosur), un sector que había sido favorable históricamente para Colombia. Todo esto pone en evidencia el limitado aprovechamiento de este TLC por parte de Colombia (ver *Comentario Económico del Día* 25 de agosto de 2016).

Entretanto, los acuerdos con la Zona Euro, el G3, Canadá y el Mercosur no presentaron cambios en su potencial exportador en 2015. La Zona Euro mantuvo el balance exportador neutro exhibido en 2014. No obstante, son buenas las sensaciones en torno a la diversificación exportadora que están logrando las exportaciones hacia ese mercado (ver *Comentario Económico del Día* 31 de agosto de 2016). Finalmente, el G3, Canadá y el Mercosur también continuaron con un balance negativo de -1, -2 y -4, respectivamente. En el caso particular del Mercosur, este sigue representando los mayores riesgos para el país con el balance más desfavorable para Colombia.

Los TLCs no vigentes aún son altamente cambiantes en materia de potencial exportador, debido a los bajos volúmenes que se comercializan actualmente. En este grupo de TLCs se encuentran Costa Rica, Corea del Sur, Israel y Panamá (los dos primeros por no estar vigentes al cierre de 2015).

Panamá (+9) y Costa Rica (+8) se destacan por el alto potencial exportador. Por su parte, los TLCs firmados con

Corea del Sur (-2) e Israel (-2) continúan siendo los más riesgosos, a pesar de que durante 2015 ambos redujeron ese balance negativo de -6 a -2.

A nivel sectorial, se observa que el mayor potencial exportador lo sigue teniendo la minería (+13). Tanto las confecciones (+10) como el sector de cuero y calzado (+7) fueron los sectores con potencial exportador de mayor ganancia, al haber conseguido una variación de +6. Si bien se ganó potencial importante en estos dos sectores, las ganancias en estos se concentraron mayoritariamente en los países con TLCs no vigentes, donde el volumen de comercio es reducido.


Asimismo, los sectores de alimentos (+6) y refinación de petróleo (+2) mostraron un balance exportador positivo. Allí, el sector de alimentos ganó terreno frente a lo exhibido en 2014, mientras que la refinación cedió en este aspecto. Los demás sectores mantuvieron un balance exportador negativo, siendo los sectores de plástico-caucho (-4) y textiles (-4) los de balances más desfavorables. No obstante, este último, junto con químicos (-2) y papel (-2), obtuvo ganancias en cuanto a potencial exportador.

## Conclusiones

En resumen, el balance de los TLCs en 2014-2015 fue desalentador para el país (aun cuando hubo una leve recuperación del potencial exportador), dada la expectativa que había por la magnitud de la devaluación cambiaria. En este orden de ideas, las exportaciones totales de Colombia han seguido contrayéndose un -33.3% anual hasta los US\$30.740 millones en el acumulado en doce meses a junio de 2016.

En efecto, Colombia redujo sus exportaciones hacia todos los destinos con los que tiene TLCs vigentes. En el caso de Estados Unidos (-24.1% anual) y la Zona Euro (-31.2% anual), las contracciones fueron bastante marcadas, en parte por la alta concentración de las exportaciones en *commodities*. De igual manera, las importaciones se redujeron un -20.3% anual en el acumulado en doce meses a junio de 2016. Allí, Estados Unidos (-21.8%) y la Zona Euro (-22%) también registraron marcadas disminuciones, en respuesta a la devaluación cambiaria. Con esto, el país ensanchó el déficit comercial en el último año a -US\$14.026 millones (equivalente al -4.8% del PIB).

A nivel sectorial, el país mantuvo el mayor potencial exportador en el sector de minería (+13), a pesar de los bajos precios internacionales del petróleo y el carbón. Por el contrario, los sectores de plástico-caucho (-4) y textiles (-4) presentaron los mayores riesgos. Entretanto, en los TLCs no vigentes continuó presentándose una alta volatilidad en el potencial exportador, debido a los bajos volúmenes que se comercializan con esos países.

Para lograr un real aprovechamiento de los TLCs (ahora más con la entrada en vigencia de los acuerdos con Corea del Sur y Costa Rica), debe seguirse trabajando en reducir los altos sobrecostos de transporte, logísticos y salariales, resultantes de los atrasos en la llamada “agenda interna”. De igual manera, debe trabajarse más ágilmente en la diversificación de la canasta exportadora (actualmente concentrada en un 62% en *commodities*). En los meses recientes, Colombia ha dejado de ver deterioro en la balanza comercial, gracias al ajuste por el lado de las importaciones. Empero, sigue estando pendiente la tarea de promocionar las exportaciones. 



## JUAN MARIO LASERNA: ENTRE LA TECNOCRACIA Y LA POLÍTICA

Por: Sergio Clavijo


**S**e nos ha ido tempranamente Juan Mario Laserna, uno de los mejores exponentes de esa rara combinación de habilidades tecnocráticas y políticas, conocidos como el club de los “tecno-pols”. Sin haber llegado aún a los 50 años, Juan Mario se había probado como exitoso tecno-pol en las arenas más exigentes del sector público, destacándose en altos cargos del Ministerio de Hacienda, DNP y Banco de la República, así como en la arena política del Senado (2010-2014), tras realizar una exigente campaña en su “patria chica del Tolima”.

Habiendo perdido por estrecho margen su reelección al Senado (2014-2018), volvió a uno de los oficios que más le gustaba: investigar y divulgar sus opiniones y hallazgos para un público amplio desde la cuasi dirección de la prestigiosa revista *Dinero*. Este “balcón informativo” le resultaba ideal para sus habilidades de tecno-pol, pues podía hurgar los detalles de las leyes, sus segundas intenciones, denunciar las múltiples corruptelas y tomarles distancia a los gobiernos en sus complejas relaciones con el Parlamento y la Rama Judicial. Estas relaciones las entendía muy bien, pues había entrelazado su vida personal y profesional en los delicados hilos del poder. Su maestro había sido su propio padre Mario Laserna, icono nacional que le había enseñado desde temprana edad a “codearse con la ciencia” (en su relación con Albert Einstein) y cómo ser iconoclasta (el uno senador de la izquierda del M-19, el otro de la avanzada del partido conservador). También le enseñaría el padre y aprendería

su hijo la distinción entre ser “gente bien” y ser “gente de bien” para las futuras generaciones (por ejemplo, al fundar la Universidad de los Andes). Juan Mario estuvo a la altura de ese legado de la familia Laserna-Jaramillo.

A Juan Mario lo conocí como parte del “Kínder de Gaviria” en sus imberbes 25 años, hacia mediados de los años noventa, cuando se desempeñaba como Asesor Confis-MHCP. Fue uno de los pioneros en hacernos entender cuán importante eran los sectores de Justicia-Ministerio de Defensa, temas que siempre lo apasionaron. Más tarde en sus cargos en Washington (OEA y BID) sentiría que como tecno-pol lograba salir del “parroquialismo” de Ibagué-Bogotá al poderse codear con parlamentarios norteamericanos y hablarles de tú-a-tú sobre sesudos análisis de movimientos táctico-estratégicos de narcotraficantes, paramilitares y guerrilla.

Juan Mario se autodefinía como un “kamikaze” económico-político, pues no le temblaba la mano a la hora de enfrentar álgidos problemas como la crisis hipotecaria (1998-2000), donde coincidimos como vices de Juan Camilo Restrepo, maestro de muchos otros tecno-pols; ayudó también en el manejo de la apreciación cambiaria bajo Uribe II (2006-2010) y a redireccionar las regalías mineras bajo Santos I (2010-2014, ya como senador).

En fin, se nos fue Juan Mario en la “flor de la vida madura” y muchos lo recordaremos con su amable sonrisa y caballerosidad aprendida en los internados de Suiza, pero al mismo tiempo lo recordaremos por su agudeza analítica aprendida en las escuelas anglosajonas de Yale y Stanford. Se fue haciendo periodismo vivo y analítico, que ojalá las nuevas generaciones logren emular, para hacernos a todos “mejores ciudadanos”. Tanto Mario Laserna, su padre, como Juan Mario hubieran podido quedarse paseándose por los bellos parques de Princeton o Stanford, pero prefirieron sentirse útiles a “su patria chica”, dejándonos ambos padre-hijo legados dignos de emular. 





# Elsa Noguera

MINISTRA DE VIVIENDA,  
CIUDAD Y TERRITORIO

**B**ienvenida a *Carta Financiera* Sra. Ministra. Usted llegó recientemente al Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. En términos de política pública este Ministerio está llamado a liderar el sector que es la punta de lanza contracíclica en momentos de desaceleración económica. ¿Cuáles son sus metas y proyectos de mediano-largo plazo en esta cartera?

**ELSA NOGUERA:** Comparto la premisa de que la construcción de vivienda dinamiza la economía y genera empleo. Al mismo tiempo, tiene un efecto social muy importante, pues reduce la pobreza extrema e incrementa el bienestar de las familias. En el Ministerio de Vivienda consideramos que la razón principal por la cual el gobierno ha destinado tantos recursos al sector de vivienda (en medio de la estrechez fiscal) radica en su capacidad de ser un dinamizador de la economía. En efecto, en el primer semestre de 2016, las edificaciones residenciales (el segmento objetivo de las políticas de vivienda) crecieron al 9% anual, mientras que las actividades inmobiliarias complementarias lo hicieron al 3.2%.

# REVISTA diners

ENTRE, CONOZCA Y DISFRUTE DEL MUNDO DINERS



PERSONAJES | ESTILO DE VIDA | ACTUALIDAD | ARTE | CULTURA | GASTRONOMÍA | VIAJES

[www.revistadiners.com.co](http://www.revistadiners.com.co)



Estos crecimientos favorables obedecen, principalmente, a las políticas de vivienda aplicadas, las cuales han logrado estimular la compra de vivienda a pesar de la coyuntura económica adversa que viene enfrentando el país. Un ejemplo de ello es el caso de los programas de subsidios a la cuota inicial y a las tasas de interés, cuyos beneficios han permitido que los costos del crédito bancario resulten inferiores a las tarifas de arriendo pagadas por los hogares, impulsando la adquisición de vivienda.

Ahora quiero referirme por separado a la demanda y la oferta de vivienda, elementos que de alguna forma nos permiten ver en mayor detalle qué ha pasado en los primeros seis meses del año. Por el lado de la oferta, según cifras de Galería Inmobiliaria, estamos con un máximo histórico de 2.660 proyectos en ventas de vivienda, es decir cerca de 100.000 unidades construidas. Ello evidencia que los proyectos de vivienda siguen siendo atractivos para los constructores en todos los segmentos, especialmente en aquellos favorecidos por los beneficios del gobierno. Además, si se entra en el detalle de los proyectos por ciudades, se observa que la construcción de vivienda dejó de ser algo local y se volvió un tema nacional. Así, en una misma ciudad están compitiendo diferentes constructoras de vivienda, situación que beneficia al consumidor final gracias a las mejoras en precios y en calidad que resultan de dicha puja.

La demanda también ha exhibido un comportamiento favorable. En efecto, según Galería Inmobiliaria, de enero a agosto de 2016, las ventas en pesos crecieron un 19%, alcanzando un total de \$17 billones. Adicionalmente, según cifras del

**“ Comparto la premisa de que la construcción de vivienda dinamiza la economía y genera empleo. Al mismo tiempo, tiene un efecto social muy importante, pues reduce la pobreza extrema e incrementa el bienestar de las familias. En el Ministerio de Vivienda consideramos que la razón principal por la cual el gobierno ha destinado tantos recursos al sector de vivienda (en medio de la estrechez fiscal) radica en su capacidad de ser un dinamizador de la economía. ”**

Dane, en el primer semestre del año se desembolsaron cerca de 62.500 créditos hipotecarios provenientes de: i) el sector financiero; ii) el Fondo Nacional del Ahorro; iii) las cajas de compensación; y iv) los fondos de empleados.

Así, hubo un muy buen comportamiento tanto en la oferta como en la demanda del sector durante la primera mitad de 2016, impulsado en ambos casos por los programas de vivienda. De hecho, al analizar las cifras de unidades vendidas (cerca de 90.000 viviendas en lo corrido del año), se observa que el 70% corresponde a segmentos donde hay subsidios del gobierno, es decir, viviendas con precios de hasta \$230 millones. Lo anterior demuestra que las políticas y el esfuerzo fiscal que hace el gobierno por subsidiar la cuota inicial y la tasa de interés están dando resultado.

**C.F.: Es indudable que las cifras muestran que el sector viene con un dinamismo importante. Con ello en mente, ¿el Ministerio de Vivienda tiene alguna meta en materia de crecimen-**

**to de las edificaciones o del número de subsidios? ¿Cuáles son las metas de largo plazo?**

**E.N.:** En el Ministerio estimamos que en 2016 vamos a cerrar con un crecimiento mínimo del 8% en el PIB de edificaciones residenciales, de los cuales 2 puntos porcentuales estarían explicados por las políticas de vivienda. Además, hace tal vez un mes estuvimos en Confis con el Ministro de Hacienda, donde se garantizaron recursos por cerca de \$7.4 billones para seguir impulsando estos programas de aquí a 2019. Con esto tenemos los recursos asegurados para: i) el segundo tramo de vivienda gratis (30.000 unidades a un costo que ronda los \$2 billones); y ii) el programa Mi Casa Ya en sus tres aristas de cuota inicial, tasa de interés y viviendas para ahorradores (VIPAs).

Respecto a dichas VIPAs, inicialmente teníamos 70.000 unidades en etapa de construcción y comercialización. Sin embargo, como la demanda es tan alta para ese segmento de la población (de 1 a 2 salarios mínimos), con el Ministerio de Hacienda logramos destinar

recursos para generar 15.000 cupos más. Estos se ejecutarían desde el próximo año y hasta 2019, moviéndose bajo el mismo esquema de Mi Casa Ya-Cuota inicial, es decir, sin postulación y sin trámites extensos.

Además, se mantiene la meta de los 130.000 subsidios de Mi Casa Ya-Tasa de interés, a lo que se suman los 50.000 desembolsos adicionales planteados por el PIPE-II. Finalmente, en términos de empleo, esperamos generar entre 80.000 y 100.000 puestos adicionales cada mes.

Para el año 2017 también tenemos perspectivas favorables. Allí estaremos observando un reacomodo de los programas de subsidio, virando más hacia la clase media y con impactos más hacia el mediano plazo. En efecto, inicialmente los programas eran de vivienda gratis, después de vivienda para ahorradores (VIPAs) y ahora los 230.000 nuevos cupos están dirigidos a potenciales propietarios con ingresos en el rango 2-8 salarios mínimos. Este año (2016) precisamente es el año en que arranca el programa de Mi Casa Ya, de tal forma que el

próximo año (2017) ya estarán listas las casas y empezará el proceso de compra (tenemos 203 constructores inscritos con más de 230 proyectos, los cuales se traducirían en cerca de 53.000 viviendas).

**C.F.: El sector de la construcción viene creciendo a tasas superiores al 5% real en 2016, impulsando la economía como un todo. Este crecimiento se ha dado gracias al empuje de las edificaciones, pues las obras civiles han tenido un aletargamiento ante el inicio de un nuevo ciclo político regional. ¿Cómo interpreta usted el comportamiento más reciente del sector construcción en materia de PIB y Censo de Edificaciones que ya completan cifras al corte del segundo trimestre de 2016?**

**E.N.:** Por supuesto nos complace que estemos creciendo al 9% en edificaciones residenciales, y como

mentoné, ello tiene mucho que ver con los esfuerzos de la política de vivienda del gobierno. Además, dichas políticas tienen el beneficio adicional de lograr mayor bienestar social, al buscar que las familias de nivel de ingresos bajos tengan acceso a una vivienda propia. Así, se cumple con un doble propósito, por un lado, se salda la brecha social y, por el otro, se dinamiza la economía.

**C.F.: Gran parte del buen comportamiento del sector edificador se debe al regreso de los subsidios públicos gracias a la implementación del PIPE-II. ¿Cómo impactarán dichos subsidios públicos el crecimiento del PIB de las edificaciones en 2016 y 2017? Dadas las fuertes presiones fiscales del gobierno, ¿ve sostenible los subsidios públicos a la vivienda (VIPA, FRECH-III, Mi Casa Ya)? ¿Acaso no considera regresiva la aplicación de dichos subsidios públicos para la adquisición de segunda vivienda?**

**E.N.:** A pesar del apretón fiscal, que es una realidad, lo cierto es que, como el sector está cumpliendo el doble propósito de saldar brechas sociales y dinamizar la economía, su inversión se ha vuelto prioritaria. Por ejemplo, como mencioné anteriormente, sacamos adelante un Confis donde se reorganizaron los subsidios y se amplió el plazo de Mi Casa Ya hasta 2019. Esto último, puesto que los proyectos de vivienda que arrancan a finales de este año o inicios del próximo necesitan un tiempo hasta 2019 para adquirir los compradores. En otras palabras, con



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

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

.....

[www.4-72.com.co](http://www.4-72.com.co)





Juan Manrique, asesor del Ministerio de Vivienda; María Camila Ortiz, investigadora de Anif; Nelson Vera, Jefe de Investigaciones Macroeconómicas de Anif; y Elsa Noguera, Ministra de Vivienda.

esto estamos ayudando a que más constructores se le midan a construir vivienda para este segmento.

En lo concerniente al tema de segunda vivienda, los cupos que tienen esta facilidad son los 50.000 desembolsos adicionales planteados en el PIPE-II, los cuales cuentan con una cobertura de 2.5 puntos sobre la tasa de interés para las viviendas cuyos precios estén en el rango \$93-\$231 millones. Ahora con el esquema del FRECH-III, lo que queremos es que el No Vis no se caiga. Es decir, es una medida transitoria, un instrumento anticíclico que responde a una situación en particular y que sale específicamente del presupuesto del Ministerio de Hacienda.

**C.F.: Diferentes estudios técnicos, entre ellos uno de Anif, muestran que es más eficiente destinar los recursos públicos a subsidios de tasa de interés vs. “casas regaladas”. Esto pues el multiplicador del subsidio a las tasas es casi de 10 veces (en términos del valor agregado que puede generar) frente a un multiplicador de solo 1 en el caso de las viviendas gratis. ¿Cuál es su posición frente a estos planteamientos?**

**E.N.:** Esa es la visión de un economista, donde se mira solo la rentabilidad financiera o el crecimiento del PIB.

Pero hay una realidad adicional en el país: tenemos miles de desplazados y personas de bajos ingresos que no son sujetos de crédito. La única forma de que estas familias vulnerables tengan acceso a una vivienda es bajo el programa de casas gratuitas. Por eso es que, pese a que se empezaron a destinar recursos a otros segmentos de la población, se conservaron algunos con el fin de generar 30.000 cupos adicionales de vivienda gratis. Aún más, dichos cupos están dirigidos prioritariamente a municipios de categoría 4-5-6, con el fin de lograr una mayor equidad regional.

Como gobierno, si bien entendemos los temas de rentabilidad financiera, consideramos que también hay un



*20 años* recorriendo con *orgullo*  
los caminos de nuestro hermoso país  
y trabajando con *pasión y compromiso*  
para aportar al futuro y a la felicidad  
de Colombia y de todos los colombianos.



*¡ Pasión por lo que hacemos !*







**“En el Ministerio estimamos que en 2016 vamos a cerrar con un crecimiento mínimo del 8% en el PIB de edificaciones residenciales, de los cuales 2 puntos porcentuales estarían explicados por las políticas de vivienda.”**

elemento de rentabilidad social que se debe tener en cuenta. Entonces, es verdad que tiene más impacto subsidiar una parte de la cuota inicial o de la tasa de interés, porque el resto lo ponen los privados o el sector financiero (y eso mueve mucho más la economía). Pero lo cierto es que también tenemos que atender el tema de construir un país mucho más justo.

**C.F.: Los precios de la vivienda han venido mostrando señales de estancamiento (vs. expansiones cercanas al 10% real en el último quinquenio). Anif incluso ha hablado ya de un rasgamiento “suave” de la burbuja hipotecaria de los años anteriores.**

**¿Cuál piensa que puede ser la trayectoria de dichos precios en los próximos años?**

**E.N.:** Bueno, primero arranco diciendo que no podemos hablar de burbuja inmobiliaria porque ello ocurre cuando los precios crecen rápidamente por situaciones de coyuntura y no porque responden a una demanda dinámica (como en el caso actual). Creo que las cifras de oferta y demanda de lo corrido del año demuestran esta posición, porque sigue siendo atractivo para los constructores estar en el negocio, pero al mismo tiempo tenemos una gran demanda, tal como lo demuestran las ventas y la colocación de créditos hipotecarios.

Además, también consideramos que se debe realizar el análisis en un contexto histórico más amplio. El nivel de precios que tenemos hoy muestra que estamos recuperando los niveles que teníamos antes de la crisis del 98. Todos sabemos que después de dicha crisis, los precios de la vivienda se fueron al piso y poco a poco lo que hemos visto durante los últimos quince años es una recuperación. Ello es particularmente cierto a partir de 2008-2009 (cuando empezaron las primeras políticas de vivienda destinadas al subsidio de la tasa de interés). Algo similar ha ocurrido en materia de crédito hipotecario, donde incluso con crecimientos cercanos al 16% en los últimos años, apenas llegamos a relaciones Cartera hipotecaria/ PIB del orden del 6% (vs. el 11%-12% observado antes de la crisis de 1999).

Consideramos que también hay atenuantes adicionales provenientes de: i) en Colombia no se es sujeto de crédito si no se tiene el 30% del precio de la vivienda para la cuota inicial, lo que ha evitado el sobreapalancamiento de los hogares en crédito hipotecario; ii) la cartera inmobiliaria sigue teniendo favorables calidades (con una mora cercana al 2%); y iii) no tenemos un *stock* de viviendas terminadas que no se hayan vendido, excluyendo los temas puntuales de Bogotá, donde en su momento se llegó a tener unos niveles de precios importantes (sobre todo en los estratos altos) como consecuencia de los temas de suelo.

Ahora estamos en variaciones anuales reales del -1% (y en algunos casos nulas) en los precios de la vivienda. Prospectivamente, estimamos que se prolongue esta “estabilización” en los precios. Ello ocurriría producto de: i) los actuales máximos históricos, tras la recuperación poscrisis del 98; ii) el complejo contexto macroeconómico

actual; y iii) la recomposición que ha experimentado el mercado hacia los rangos de precios bajos, es decir, hacia los valores que reciben los beneficios del gobierno. Además, hay que ver qué pasa con la vivienda usada. Esta sigue comportándose positivamente, lo que implica que no hay una desvalorización del activo que uno pueda considerar preocupante.

**C.F.: Finalmente, ¿cuál es el avance que tienen otros proyectos del Ministerio diferentes a la vivienda, como el caso de Aguas para la Prosperidad, entre otros? ¿Qué tanto han mejorado estos programas las coberturas en temas de servicios públicos en el país?**

**E.N.:** Si en algo hemos avanzado en los dos períodos de gobierno del Presidente Santos es precisamente en el incremento en coberturas tanto de agua potable como de alcantarillado.

El balance de los \$7 billones que fueron invertidos en estos temas durante el último quinquenio deja cifras favorables. Durante dicho período, 5 millones de colombianos tuvieron acceso a agua potable por primera vez, mientras que 5.2 millones recibieron acceso a alcantarillado y saneamiento básico. Así las cosas, vamos muy bien en la cobertura de los cascos urbanos. El gran desafío lo tenemos en las zonas rurales, las cuales concentran a 11 millones de colombianos, de los cuales un 44% se ubica en pobreza extrema. Entonces, si queremos realmente construir un país mucho más justo y reducir la brecha entre el campo y la ciudad, especialmente ahora en el posconflicto, uno de los principales retos será precisamente llevar agua y alcantarillado a esas zonas apartadas.


Desde el Ministerio ya estamos a punto de sacar un nuevo decreto donde se reglamentan los esquemas diferenciales. Si bien es un tema complejo, lo cierto es que la principal razón por la que no hemos podido ampliar

la cobertura en zonas apartadas es por el uso de los esquemas tradicionales de operador especializado. Es decir, el operador que tiene un gran acueducto, con planta de tratamiento de aguas residuales y red de agua y alcantarillado. Esta estructura es útil en el casco urbano; sin embargo, no es muy práctica a la hora de llegar a regiones apartadas como La Guajira o el Chocó.

Lo que necesitamos es aplicar esquemas diferenciales ajustados a las características culturales de cada zona, utilizando los recursos del SGP para agua potable y saneamiento básico. Para citar un ejemplo, en lugares como La Guajira se deberían tener puntos de abastecimiento con agua potable, porque la cultura indígena no está acostumbrada a que el agua le llegue a la casa, sino que ellos van a recogerla. Además, se debería habilitar el espacio para que se puedan bañar en dichos puntos, como es la costumbre, y facilitarles instrumentos como tanques y baldes para la movilización de agua.

## A nivel personal

**C.F.: En *Carta Financiera* también nos gusta conocer un poco más de la vida personal de los principales funcionarios del país, si nos lo permiten. ¿Cuáles son sus hobbies? ¿A qué dedica su tiempo libre?**

**E.N.:** Yo creo que por haber nacido al frente del mar Caribe y al lado del río Magdalena, lo que más disfruto es un día soleado en la playa, eso me recarga y me encanta. Ya no lo hago con tanta frecuencia, pero anteriormente lo hacía bastante. 





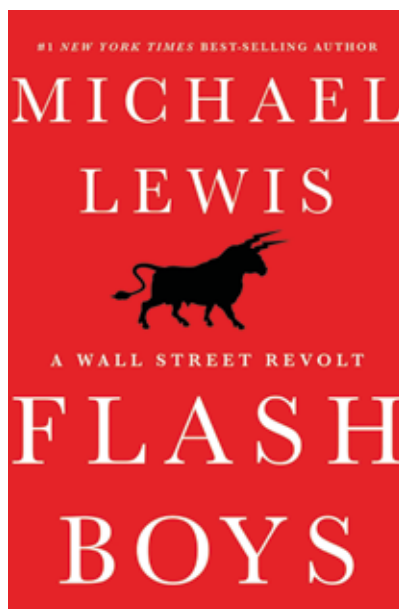
## Los Niños Relámpago: una revuelta al interior de Wall Street \*

Libro escrito por: Michael Lewis

Comentado por: Sergio Clavijo

**U**na vez más, Michael Lewis se anota un éxito literario y de pedagogía financiera con este libro sobre “los niños rápidos” de Wall Street. Aquí Lewis describe un intrincado sistema transaccional que permitía a los grandes operadores (bancos comerciales, de inversión y comisionistas de Bolsa) sacarle ventaja financiera al “común de la gente” a la hora de comprar o vender acciones y/o bonos a través de las plataformas financieras de Estados Unidos, especialmente entre Chicago y el Wall Street de Nueva York.

Su análisis se concentra en el período pos-Lehman de 2009-2015, donde la crisis hipotecaria del período 2007-2009 había puesto gran presión sobre el sistema financiero por buscar mecanismos alternativos de lucro. En efecto, los grandes bancos vieron una gran oportunidad de explotar a su favor sistemas transaccionales de “alta velocidad”, conocidos como *High*



*Frequency Trading* (HFT). Tras el colapso del sistema *subprime*, magistralmente ilustrado por Lewis (2010) y llevado al cine con gran éxito a finales de 2015 (nominación a mejor película y premio a mejor adaptación), Lewis utiliza sus profundos conocimientos de Wall Street para abrirle los ojos a reguladores y supervisores, quienes estaban a “años luz” de entender lo que permitía hacer la tecnología (mal utilizada).

Para aprovecharse del ciudadano de a pie se requerían dos condiciones clave: i) realizar grandes inversiones en tecnología que permitieran enviar información a altas velocidades (por ejemplo, entre Chicago y New York); y ii) crear un sistema de “arbitraje” a escondidas de la ingenua clientela, la cual pensaba que sus acciones serían vendidas al mejor postor y no a quien llegara de “primero en la fila de órdenes”, sabiendo *solo* los del HFT la magnitud del

\* Michael Lewis (2015), *Flash Boys: A Wall Street Revolt* (W. W. Norton Company, New York).

ajuste en precios que había causado la intención de venta recién anunciada.

Lewis hace una gran tarea pedagógica sobre esos dos frentes (explicar la tecnología requerida y cómo operaba el arbitraje a favor de los bancos). El capítulo de inicio (“escondido a plena vista”) es un gran gancho para lectores ignorantes en tecnología (como yo), pues nos lleva de la mano a entender cómo es que el HFT daba ventaja a quienes poseían ese tipo de canales transaccionales.

Allí Lewis revela algo para mi sorprendente: todavía en pleno siglo XXI, las “altas velocidades” en comunicaciones-masivas deben hacerse por superficies (cables terrestres o submarinos) y no por vía aérea (ondas tipo *microwave*), dado el gran volumen de información que pueden acarrear los cables de fibra-óptica en comparación con los mensajes limitados de onda-aérea (ver pág. 276ss).

Pues bien, usando técnicas de intriga-suspenso, este capítulo explica de forma maravillosa lo que implicó instalar un cable de fibra óptica desde Chicago hasta New York, con la peculiaridad de trazarlo de la manera más recta posible (sí, evitando que el cable diera mínimas curvas, aun en presencia de lagos o rocas impenetrables como las de Pennsylvania). Esto tuvo un costo cercano a los US\$300 millones (sin financiación previa clara), operando bajo el mayor sigilo para evitar que la competencia supiera lo que estaba por venirles, y sin saber los creadores del proyecto quien podría llegar a estar interesado en comprar sus servicios. Para el cierre financiero del proyecto se requerían clientes con “aportes” *ex post* (una vez funcionando) del orden de US\$15 millones y dispuestos a multiplicar por 10 veces sus costos operativos tradicionales, elevándolos hasta los US\$40.000/mes.

¿Cuál era el atractivo de venderles “esta culebra-negra-recta” a los grandes operadores financieros de Wall Street y de sus vecindades? El atractivo era

una transmisión de datos Chicago-New York que reduciría el tiempo estándar de 17 milisegundos a “solo” unos 12, con lo cual le podrían ganar la carrera transaccional... a la gente del común (nuevamente se postulaba una batalla entre el Goliat de los poderosos de Wall Street contra los Davids del común del... *Main Street*).

Tras la lectura atenta de este primer capítulo, hemos incrementado nuestros respetos a los ingenieros, a los inversionistas y a los emprendedores de proyectos de tecnología, quienes no solo enfrentan los tradicionales riesgos de “estructuración del proyecto”, sino la alta incertidumbre de la “obsolescencia tecnológica” de su inversión.

La otra piedra angular del relato de Lewis tiene que ver con la forma en que se realizaba el “arbitraje” de las órdenes de compra-venta en Wall Street, para lo cual los grandes bancos creaban lo que se ha denominado “piscinas negras” (ver pág. 182ss). Se trataba de una “sala transaccional especial” donde los bancos daban prioridad a “sus negocios propios” y a donde re-dirigían aquellos que lograban “colarse en la fila” a través del uso del cable-óptico de alta velocidad (HFT).

De esta manera, si usted deseaba comprar una acción y daba la orden de compra a su operador, esa intención era detectada por el HFT. El siguiente paso consistía en redirigir esa operación a la “piscinas negras” de Goldman, Citi, Wells Fargo, Credit Suisse, UBS (entre otros), quienes terminaban vendiéndole al “ingenuo comprador” *las acciones que esos bancos poseían* a un precio más lucrativo (del que hubiera existido en ausencia del HFT).

**La otra piedra angular del relato de Lewis tiene que ver con la forma en que se realizaba el “arbitraje” de las órdenes de compra-venta en Wall Street, para lo cual los grandes bancos creaban lo que se ha denominado “piscinas negras”, donde los bancos daban prioridad a sus negocios.**

Cuando todo esto se supo en 2013-2014 (y de forma muy tardía por parte de las entidades de vigilancia tipo SEC), “el sueño americano colapsó” y sondeos hechos a la gente del común reportaron que un 70% percibía el sistema de bolsas como “injusto” (*rigged*) y en un 50% el HFT se sentía dañino para la transparencia transaccional.

Esta es la esencia de la historia tras “los chicos rayo”, la cual es entretejida por Lewis a través de personajes increíbles, tal como lo había hecho con el neurólogo bipolar Michael Burry en el *Big Short* o con el propio Lewis (1989) en *Liar’s Poker*. ¿Quiénes son entonces “los chicos rayo” que produjeron una revuelta al interior de Wall Street revelándose contra estas prácticas “cuasi corruptas” del HFT?


El gran protagonista y héroe es el canadiense-japonés Brad Katsuyama, genio no bipolar y, por el contrario, poseedor de grandes dosis de “ética” y correctos principios morales. Brad era un tecnólogo financiero del Royal Bank of Canadá, quien usando sus cualidades de “inteligencia emocional” le gana la batalla a Goldman (entre otros) al crear su propia firma IEX hasta producir “*fair trading*”. Brad terminó por “arrodillar” a los grandes bancos, ilustró a la SEC y al FBI sobre los peligros del HFT, llevando al grueso de los bancos a clausurar sus “piscinas negras” y a abandonar la “explotación” del HFT a su favor. Todo el capítulo segundo está dedicado a entender quién es este fascinante Brad y para verlo en acción pueden ir a: [https://www.youtube.com/watch?v=RcpmHyPD\\_PY](https://www.youtube.com/watch?v=RcpmHyPD_PY)

El genio bipolar y depresivo en esta historia está a cargo del matemático Sergey Aleynikov (capítulo octavo), quien resulta encarcelado tras haber trabajado tan solo dos años para Goldman y ser acusado (de forma injusta frente a la práctica de Wall Street) de “robo de códigos computacionales”.

El villano de esta historia (aunque finalmente arrepentido y plegándose al IEX de Brad pág.231) es el banco Goldman Sachs. Esto no solo por su injusta acusación a Sergey, sino por la pésima ética que reportan en sus actuaciones alrededor del tema de HFT. A ello habría que añadirle el mal comportamiento de Goldman en la crisis del *subprime*

y sus oscuras operaciones en las empresas de *commodities*, operando en ambas partes del mercado, y en contra de su clientela a través del Fondo Sigma-X con HFT, por lo cual ha sido repetidamente multado (ver Anif, 2014).

Se nos quedan por fuera muchos otros coprotagonistas (el irlandés Ronan, genio operacional de IEX, cap. 3; o Chung como implementador del “*random delay*” en IEX, pág.166). Esos otros “revoltosos” frente a las prácticas poco éticas de Wall Street fueron los que permitieron que el David de Brad le ganara la batalla pro-equidad transaccional a los Goliats de los grandes bancos de inversión en lo referente al HFT.

Lo descorazonador es que, en general, el sector privado avanza a velocidades cibernéticas y los reguladores-supervisores del Estado a velocidades parquidémicas. Así, nada garantiza que los ciudadanos del común eviten ser nuevamente “explotados” en su ignorancia cibernética, hasta que aparezcan nuevos héroes como Brad Katsuyama, imponiendo transparencia y defendiendo a los ingenuos ciudadanos del común... En Colombia, los engaños todavía no requieren HFT, basta la simple titularización de créditos extrabancarios *subprime* (Anif, 2016). 

### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Anif (2014), “El mercado de *commodities*: ¿Cómo erigir su “muralla china” financiera?”, *Comentario Económico del Día* 6 de febrero.

Anif (2016), “Libranzas extrabancarias y titularizaciones *subprime*”, *Comentario Económico del Día* 6 de septiembre.

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., ver <http://anif.co/torre-de-marfil>