

- + Elementos para una **Reforma Estructural Pensional (REP)**
- + Profundización del **Mercado de Capitales**
- + Dinámica reciente y perspectivas del **crecimiento potencial en Colombia**

- + **Discurso del doctor Miguel Largacha,**
Presidente del Consejo Directivo de Anif
- + **Discurso del doctor Fernando Carrillo Flórez,**
Procurador General de la Nación

financiera

carta

180

DICIEMBRE 2017

ANIF Centro de
Estudios
Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

EL FUTURO PENSIONAL: ...NOS DEJARÁ FRÍOS Y CON BRECHA GENERACIONAL

Baby-Boomers

Pensionados:
1 de cada 3
(1967-2017)

Millennials

Pensionados:
1 de cada 4
(2018-2050)

ISSN 0120-3436



7 709998 002494



A DONDE LOS NEGOCIOS LO LLEVEN

- **Diversificado**
Andrés Naranjo
Director
(57 1) 745 6300 Ext. 9139
naranja@colpatria.com
- **Energía + Alimentos y Bebidas**
Antonio Gutiérrez
Director
(57 1) 745 6300 Ext. 9110
gutierant@colpatria.com
- **Retail + Auto**
Sergio Bustamante
Director
(57 1) 745 6300 Ext. 9112
bustams@colpatria.com
- **Infraestructura + Oil & Gas**
Roland López
Director
(57 1) 745 6300 Ext. 9116
lopezro@colpatria.com
- **Telecomunicaciones + Acero + Farmacéutico**
Ivonne Casado
Directora
(57 1) 745 6300 Ext. 9132
casadoi@colpatria.com



No.180 Diciembre de 2017
**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
MACROECONOMICAS
Ekaterina Cuéllar

JEFE DE ESTUDIOS
MACROFINANCIEROS Y PYME
Nelson Vera

INVESTIGADORES ANIF
Daniel Beltrán
Julián David Cortés
Camila Gamba
Juan Sebastián Joya
Juan Diego Londoño
Andrea Ríos

EDITORIA
Ximena Fidalgo

DISEÑO Y PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Tatiana Herrera

ILUSTRACIÓN DE CARÁTULA:
© 123RF.COM

IMPRESIÓN
Multi-impresos

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

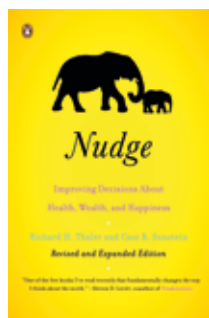


SUSCRIPCIONES

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 Diciembre de 2017

EDITORIAL

- 3** Un balance de la Administración Santos I-II (2010-2018)

RÉPLICA DEL DNP AL EDITORIAL DE ANIF

- 9** Un balance más objetivo del gobierno de Juan Manuel Santos
Luis Fernando Mejía

CONTRARRÉPLICA DE ANIF AL DNP

- 13** Debate sobre el balance de la Administración Santos I-II (2010-2018): Breve nota de contrarréplica de ANIF al DNP
Sergio Clavijo

ACTUALIDAD ECONÓMICA

- 14** Elementos para una Reforma Estructural Pensional (REP)
Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos
- 22** Profundización del Mercado de Capitales
Jorge Castaño
- 26** Enfoque regulatorio del Mercado de Capitales
David Salamanca Rojas
- 35** Pagos e inclusión financiera
Joaquín Bernal R.

- 39** Dinámica reciente y perspectivas del crecimiento potencial en Colombia
Andrés González, Óscar Valencia, Fernando Arias Rodríguez

NOTAS DESTACADAS DE ANIF

- 46** El ciclo del crédito y el “efecto acordeón”
- 51** El debate sobre crecimiento potencial de la economía colombiana

NOTAS DESTACADAS DE MERCADOS DE CAPITALES

- 56** Mercado de swaps-IBR: oportunidades y desafíos

DISCURSOS

- 61** Palabras del **Dr. Miguel Largacha**, Presidente del Consejo Directivo de Anif en la Instalación de la XXXI Asamblea de Anif
- 64** Palabras del **Dr. Fernando Carrillo Flórez**, Procurador General de la Nación, en la XXXI Asamblea de Anif

TORRE DE MARFIL

- 70** Incentivos amigables: mejorando las decisiones en salud, riqueza y felicidad
Libro escrito por: Richard H. Thaler y Cass R. Sunstein
Comentado por: Sergio Clavijo

Un balance de la Administración Santos I-II (2010-2018)

Faltando un año para finalizar la Administración Santos I-II (2010-2018), el país enfrenta una seria crisis política-partidista, de gobernabilidad y un frágil panorama macroeconómico para el período 2017-2020. La marcada desaceleración económica y la vulnerabilidad de los llamados “déficits gemelos externo-fiscal” durante 2015-2017 son en buena medida el resultado de un gran choque externo (proveniente del fin del súper ciclo de *commodities* a nivel global), para lo cual la Administración Santos I no se preparó adecuadamente durante la época del auge minero-energético del período 2010-2014.

Es doloroso para el país e infortunado para la Administración Santos esta situación de cierre de 2017-2018, pues claramente merecía mejor suerte un gobierno que, en general, atinó a la hora de fijar las prioridades a través de identificar: i) el delicado “talón de Aquiles” que representa la carencia de adecuada infraestructura para poder aprovechar los TLCs y ser más competitivos; ii) el atraso en cobertura educativa y, sobre todo, en su calidad; y iii) la necesidad de fraguar la paz con las Farc, a sabiendas de los riesgos de “alborotar el avispero” de la delincuencia organizada y ceder frente a la expansión de la informalidad y del narcotráfico.

Como veremos, en todos estos frentes se ha avanzado, pero claramente a un paso más lento del requerido y esta confabulación de demandantes correctivos, que aún no se cristalizan, representa una amenaza a la estabilidad fiscal y social de Colombia en el futuro inmediato.

Recientes sondeos ratifican la baja aceptación que tiene la gestión de Santos II (2014-2018). Por ejemplo, Gallup registra una aceptación de su gestión que no supera el 30% (en promedio durante 2016-2017), mientras que el desprestigio de los partidos políticos bordea el 80%, lo cual ha llevado a la inusual situación

de tener al grueso de postulantes a la Presidencia de 2018-2022 por la vía de recolectar firmas ciudadanas (para evitar el estigma partidista).

Colombia luce hastiada de la corrupción, donde actualmente el 80% de los encuestados estima que se tiene un deterioro en este frente (vs. el 50% de 2010). La buena noticia es que rara vez el país había contado como hoy con “tres mosqueteros” de la ética ciudadana y de la lucha contra la corrupción, haciendo su tarea desde la Contraloría, la Fiscalía y la Procuraduría, lo cual nos da alguna esperanza de apropiados correctivos a los ciudadanos que buscamos el bien.

Una evaluación objetiva y sencilla del desempeño macroeconómico de la Administración Santos I-II ya nos había arrojado resultados satisfactorios a través de calcular nuestro “Índice de Sufrimiento Macroeconómico” (ISM), ver *Informe Semanal* No. 1380 de septiembre de 2017. En

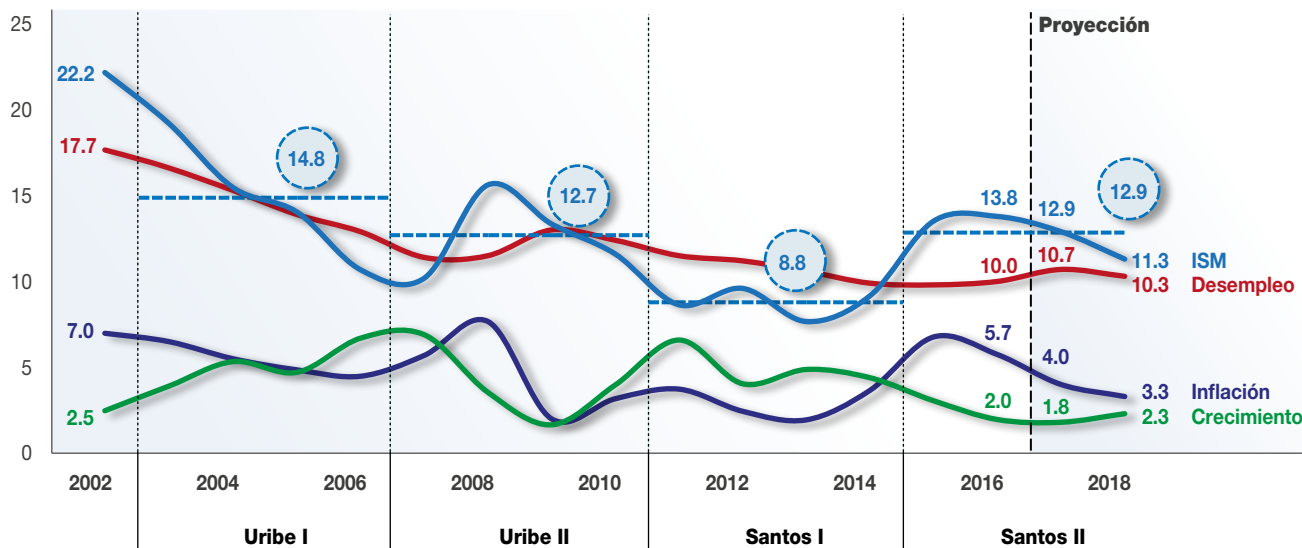
efecto, dicho ISM registró los niveles históricos más bajos de los últimos cincuenta años, bordeando tan solo un 8.8% en 2011-2014 (= 10.8% desempleo urbano + 2.9% inflación - 5% crecimiento). Sin embargo, todo apunta en la dirección de una cifra menos satisfactoria en el futuro cercano, pues dicho ISM estaría ascendiendo hacia un 11.3% al cierre de 2018 (= 10.3% desempleo urbano + 3.3% inflación - 2.3% crecimiento), ver gráfico 1.

Pero en esta ocasión queremos abordar este balance con mayor profundidad sectorial. Empezaremos por analizar los temas donde Anif considera que *las cosas han salido “bien”* durante el período 2010-2018, a saber: i) las negociaciones del proceso de paz con las Farc, a pesar de sus debilidades jurídicas y de los tropiezos en su implementación inicial y la preocupante expansión del narcotráfico; ii) el fortalecimiento de la institucionalidad del sector infraestructura a través de la

ANI-FDN, donde se están superando los *impasses* provenientes del caso Odebrecht y sin hacer mella en dicha institucionalidad; iii) los éxitos en la lucha contra la pobreza absoluta, reduciendo su índice monetario a niveles cercanos al 30% (vs. 45% en 2005), aunque es bien sabido que su éxito provino más del ciclo de auge minero-energético que de la mejor focalización de las políticas del gobierno, lo cual señala la urgencia de aplicar correctivos ahora que se sienten vientos de estancamiento ante el ciclo bajista; y iv) el eventual ingreso de Colombia al Club de buenas prácticas de la OECD en 2018, lo cual exigirá que el país continúe haciendo la tarea en sus veintitrés bloques de seguimiento, donde aún se tienen zonas frágiles en los frentes fiscal, pensional, laboral, de seguridad jurídica y comercio internacional.

También analizaremos las principales áreas donde *el desempeño ha sido “regular”*: i) lucha contra la informa-

Gráfico 1. Índice de Sufrimiento Macroeconómico - ISM
(Inflación + Desempleo - Crecimiento económico)
(%, 2002-2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

lidad laboral, requiriéndose profundizar los desmontes de sobrecostos laborales (todavía en un 50%, tras la Ley 1607 de 2012); ii) sostenibilidad financiera del sector salud, donde todavía se habla de “crisis” tras los insuficientes correctivos aplicados a los casos de SaludCoop (hoy Medi-más) y Caprecom; iii) mejoras en la cobertura educativa, pero con serias deficiencias en su calidad y una grave “toma del sector” por parte del sindicato de Fecode, el cual arrinconó por las vías de hecho a la Administración Santos hasta extraerle compromisos de reajuste salarial general del 12% real, el cual tendrá que enfrentar la nueva Administración 2018-2022 (¿Remember la herencia dejada por Samper en 1995-1997 a Pastrana en 1998-1999?); y iv) resiliencia en el frente de la sostenibilidad fiscal, pero principalmente a través de insostenibles recortes en la inversión pública, mientras se tiene un preocupante estancamiento en la relación Recaudo Tributario/PIB en niveles del 14%. Esto último a pesar de los buenos elementos estructurales que nos deja la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016, la cual deberá desmontar las excesivas exenciones en renta de personas naturales e IVA, para así poder honrar la tasa corporativa más competitiva del 33% (vs. el 53% que se tuvo por cuenta de los graves errores de la Ley 1739 de 2014).

Finalmente, Anif considera que *ha salido “mal”* lo relacionado con: i) persistencia de una elevada desigualdad social, con un Gini aún en vergonzosos niveles de 0.52; ii) inacción en la Reforma Estructural Pensional que requiere Colombia, donde se tuvo el “distractor” inofensivo de los BEPs, mientras que los pagos pensionales para unos pocos escalaban del 2% al 5.3% del PIB en las dos últimas décadas (incluyendo

las contribuciones) y el VPN de su pasivo contingente al 114% del PIB; y iii) expansión de la economía subterránea, agravada por la permanencia del 4x1.000 y del narcotráfico. Veamos todo esto con mayor detalle.

■ ¿Qué ha salido bien durante la Administración Santos I-II?

Proceso de paz

Anif ha venido aplaudiendo este proceso y sus réditos en términos de desescalamiento del conflicto. Todo ello evidenciado en reducciones en los indicadores de acciones terroristas, extorsiones, secuestros y homicidios. Anif ha estimado que dicho posconflicto podría acelerar el potencial de crecimiento económico en cerca del 0.5%-1%/año, pero solo a la vuelta de cinco años, dado el lastre del sector minero-energético que nos deja con un crecimiento potencial de solo un 3% anual durante 2015-2020 (vs. el histórico 4.5% anual de décadas anteriores).

Anif también ha mencionado que debemos distinguir más claramente sus impactos, así: i) dividendos militares de la paz, donde no esperamos ningún ahorro en gasto militar dada la escalada del narcotráfico; y ii) mayores exigencias presupuestales por cuenta del posconflicto, llegando a rondar el 3%-5% del PIB/año (incluyendo aquí mayores gastos en vías secundarias-terciarias y adecuaciones para la agro-industria), ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-fasecolda-paz1016.pdf>.

Pero tal vez el hecho más preocupante tiene que ver con haberse multiplicado por cuatro el área de cultivos ilícitos,

pasando de 50.000 hectáreas en 2013 a cerca de 190.000 hectáreas durante el período 2014-2017.

Institucionalidad en la infraestructura

Durante 2010-2014, la Administración Santos I tuvo que rediseñar y afinar el marco jurídico para hacer un “cambio extremo” del desgredado Inco hacia la moderna y tecnocrática ANI (ahora infortunadamente salpicada por los musas-ñños). Por eso se tomó tanto tiempo el inicio en firme de las obras 4G (con inversiones cercanas a \$40 billones durante el próximo quinquenio).

Sin embargo, el avance de la construcción de dichas obras ha ido más lento de lo requerido y su impacto sobre el PIB-real, que se estimaba en cerca del 0.5% por año durante 2017-2022, seguramente se estará reduciendo a solo el 0.3% anual. Apesar de los avances en la “tramitomanía” de predios, la obtención de las licencias ambientales y las negociaciones con las comunidades (Ley 1682 de 2013, Decreto 2041 de 2014 y PND 2014-2018), se tienen problemas que rezagan la entrega de las principales obras (Cali-Buenaventura; Túnel de la Línea; Ruta del Sol II y III), ver *Informe Semanal* No. 1385 de octubre de 2017.

Todo lo anterior lo recoge la trayectoria de nuestro Índice de Competitividad Vial y Logística, el cual arroja una calificación de 2.8/5 en 2017 (vs. 2.6 en 2010), ver gráfico 2. Allí se observa cómo se ha avanzado satisfactoriamente en el pilar de institucionalidad, pero queda trabajo por hacer en los frentes de infraestructura física-tecnológica y de servicios logísticos. Ello por cuenta del atraso

histórico del país en: i) dotación-calidad de infraestructura de transporte; ii) implementación de tecnologías de última generación; y iii) eficiencia en los trámites-procedimientos de comercio exterior (ver <http://www.anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-cci-icvl0117.pdf>).

Lucha contra la pobreza

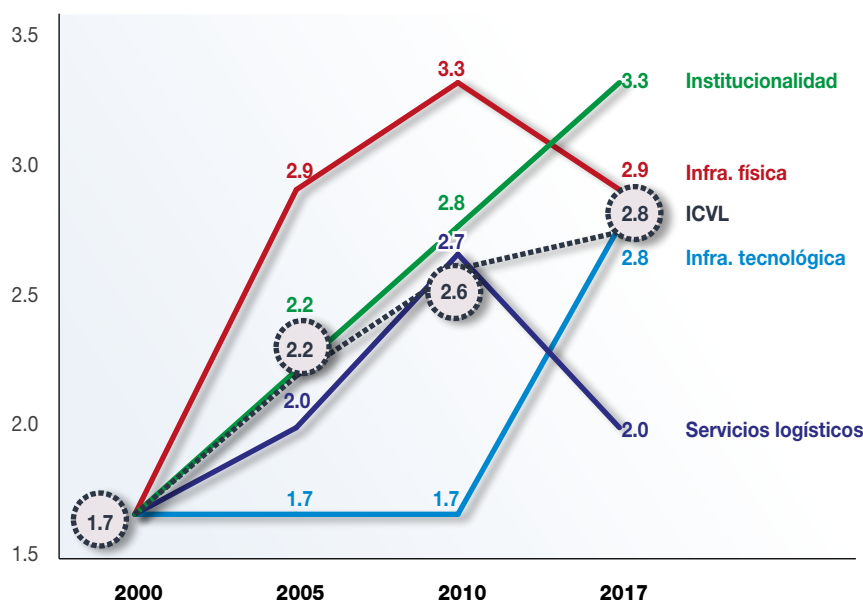
Durante 2005-2016, Colombia redujo la pobreza absoluta del 45% al 28% de la población. Sin embargo, en buena medida, esos favorables resultados provinieron del ciclo alcista del auge minero-energético y no tanto de aciertos en la mejor focalización de las políticas públicas antipobreza.

El ciclo macroeconómico bajista que estamos experimentando durante 2015-2020 está poniendo en riesgo la sostenibilidad de estos progresos sociales. Se supone que el instrumento de focalización social vendría dado por el Sisbén, pero allí prevalecen serios problemas de falta de focalización, donde cerca del 90% de los 37 millones de inscritos son sujetos de beneficios (ver *Informe Semanal* No. 1378 de agosto de 2017).

Ingreso OECD

El ingreso de Colombia a la OECD va por muy buen camino, tal como ya lo comentamos. La tarea prioritaria de la nueva Administración (2018-2022) debería ser instaurar en Colombia un *task-force* (grupo de acción) que trace trayectorias y horizontes de acción a 12-24 meses para romper los principales nudos gordianos en materia de lo que Anif ha denominado el Costo Colombia. Pues bien, para ser prácticos, en el caso de Colombia la OECD debería hacer las veces de “un

Gráfico 2. Índice de Competitividad Vial y Logística - ICVL (Mínimo 1, Máximo 5)



Fuente: cálculos Anif.

McKinsey del Estado colombiano” para lograr enderezar rápidamente esta seria problemática (ver *Comentario Económico del Día* 7 de noviembre de 2017).

¿Qué ha salido regular?

Reducción de parafiscales-Formalidad laboral

La Administración Santos tomó medidas en este frente por la vía de reducir el multiplicador de costos de contratación del 62% al 50%, principalmente mediante el desmonte de 13.5pp de costos no salariales (= 3% del ICBF + 2% del Sena + 8.5% en salud), vía Ley 1607 de 2012. No obstante, el marco regulatorio conducente a la aplicación de dicha reducción resultó subóptimo, pues: i) no se desmontó el 4% de las Cofamiliares,

un ejemplo histórico de “rentas capturadas”; y ii) no se usó el mecanismo de tributación general para reemplazar el fondeo parafiscal del Sena, ICBF y salud, sino que se recurrió a las “rentas de destinación específica”, generando problemas de “caja atrapada” y carencia de disciplina fiscal. Peor aún, se terminó premiando al ICBF-Sena al indexar sus presupuestos a ritmos del 2% real anual y sin exigencias de mayor eficiencia.

Sostenibilidad financiera del sector salud

La Ley Estatutaria no solucionó los problemas financieros del sector salud. De hecho, se validaron las problemáticas estructurales de universalización y homologación de los servicios (“POS ampliado”). Si bien el Minsalud ha venido adoptando medidas encaminadas a mejorar dicha sostenibilidad financiera (control a los

precios de los medicamentos, exigencias de capital a EPS, entre otros), a la fecha sus resultados son muy limitados (ver *Comentario Económico del Día* 31 de octubre de 2017).

Baja calidad educativa

Aunque se han hecho esfuerzos y avances importantes en materia de cobertura educativa en Colombia, continúa existiendo una enorme brecha en materia de calidad. Por ejemplo, a pesar de las mejoras de años recientes, la medición de las pruebas PISA de 2015 aún sitúan a Colombia entre los países de mayor rezago académico. Allí el país ocupó posiciones desfavorables en el área de matemáticas (puesto 61 de 72 países medidos), ciencias (57) y lectura (54). Un agravante de dichos resultados proviene de elevados registros en los porcentajes de estudiantes con pobre desempeño (los llamados *under-achievers*), los cuales se ubican en preocupantes niveles del 66% en

matemáticas, el 46% en ciencias y el 43% en comprensión de lectura.

Frágil sostenibilidad fiscal

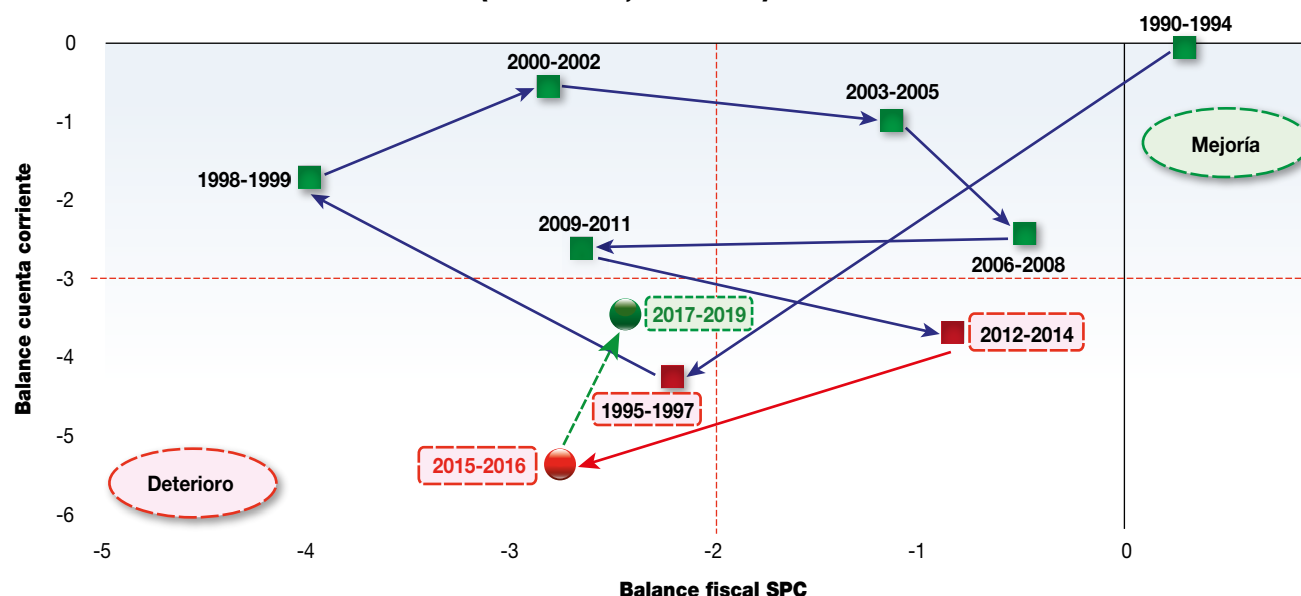
Tanto las calificadoras de riesgo como los analistas económicos hemos venido reiterando preocupaciones por los elevados faltantes fiscales del Gobierno Central (GC) durante el período 2016-2018. Estos se están ubicando en el rango 3.5%-4% del PIB por año, donde infortunadamente la tardía Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 se está quedando corta en su cometido de elevar el recaudo del 14% hacia el 16% del PIB, como se requiere urgentemente.

De allí la importancia de que el nuevo gobernante de Colombia aproveche el primer semestre de 2018 para estructurar un plan coherente para preservar el grado de inversión, pues preocupan los elevados niveles de los déficits gemelos (aún en el rango 3.5%-4% del PIB en sus aristas fiscal-externa, corrigiendo de

manera insuficiente frente a los picos de 2015-2016), ver gráfico 3. Esto implica pensar en una reforma tributaria que profundice varias de las virtudes de la Ley 1819 de 2016 y actuaciones prontas en el plano pensional, de la salud y de límite a las vigencias futuras, *sopena* de arriesgar la pérdida de uno de los dos peldaños en nuestra calificación crediticia a manos de las calificadoras de riesgo (ver *Comentario Económico del Día* 24 de octubre de 2017).

Adicionalmente, en este frente fiscal cabe mencionar el subóptimo funcionamiento del Sistema de Regalías. Si bien la reforma constitucional del Acto Legislativo 5 de 2011 (reglamentada por la Ley 1530 de 2012) tuvo la bondad de taponar el vulgar despilfarro y robo abierto, esta implicó la atomización de las regalías en proyectos de muy baja calidad y sin ningún impacto nacional en el agregado (todo ello agravado por los consabidos problemas de ejecución de los OCADs). Allí lo óptimo habría sido

Gráfico 3. Déficit gemelos en Colombia (1990-2019, % del PIB)



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

reasignar la totalidad del incremento de las regalías a proyectos de infraestructura de conectividad intrarregional para abaratar los elevados costos de transporte (replicando en Colombia el esquema de *matching-funds* entre el GC y los territorios), ver *Informe Semanal* No. 1303 de febrero de 2016.

III. ¿Qué ha salido mal?

Persistencia de la desigualdad social

Los avances en la lucha contra la pobreza de la última década no han estado acompañados por ganancias significativas en términos de equidad. En efecto, la concentración del ingreso se mantiene en niveles elevados, donde el coeficiente Gini tan solo ha logrado reducirse hacia un 0.52 en 2016 (vs. 0.56 observado en 2005), siendo este uno de los peores registros de América Latina. El agravante de todo ello radica en que la política fiscal en Colombia (tanto en lo tributario como por el lado del gasto) mantiene prácticamente inalterada dicha desigualdad, predominando el perverso efecto regresivo de los subsidios (tipo Hood-Robin), como en el caso de Colpensiones (ver *Informe Semanal* No. 1325 de julio de 2016).

Ausencia de reforma pensional

Todos los gobiernos de los últimos veinticinco años dicen reconocer los problemas de insostenibilidad del sistema público de pensiones, pero no han hecho mayor cosa por acabarlo. En este sentido, tanto las multilaterales como los centros de investigación (Anif y Fedesarrollo) hemos venido


repicando sobre la urgencia de realizar una Reforma Estructural Pensional-REP. Ojalá la Comisión de Gasto Público dé claras directrices sobre la urgencia y profundidad que Colombia requiere en materia pensional.

Nuestros cálculos sugieren que bajo el escenario actual de “piloto automático” (sin REP), el VPN pensional de Colombia llega al 114% del PIB de 2017 (descontados los flujos del horizonte 2017-2050). Dicho cálculo se explica por los elevados subsidios del RPM, aun bajo un horizonte fiscalmente conservador de cobertura pensional estable en sus bajos niveles actuales del 30%, cifra muy inferior al 64% de cobertura que se observa en promedio en América Latina (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-refpensional0917.pdf>).

Aunque los beneficios del ajuste fiscal de una REP lucen distantes (por la generosa transición que legalmente debe adoptarse en una reforma), estos se justifican principalmente por: i) mayor equidad; y ii) alivio de un 1% del PIB por año en el flujo de caja presupuestal, que de haberse adoptado décadas atrás, hoy permitiría estar liberando

recursos significativos y cruciales para la infraestructura y el posconflicto.

Expansión de la economía subterránea

La permanencia del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF o 4x1.000) durante los últimos diecinueve años (1998-2017) ha inducido un mayor uso del efectivo y este, a su vez, ha drenado la formalización en materia de pago de impuestos y de parafiscales laborales. A finales de 2016, el país recibió la mala noticia de haberse adoptado de forma aún más permanente dicho GMF a través de la Ley 1819 de 2016, la cual vino a revertir la idea que había tenido la propia Administración Santos de marchitarlo a partir de 2019 (según la Ley 1739 de 2014), precisamente porque se entendía entonces el daño que esto hacía al drenar las fuentes de formalización transaccional. Dicha proliferación del efectivo es el caldo de cultivo de la economía subterránea, la cual asciende al 35% del PIB en Colombia, agravada por los mencionados aumentos en los cultivos ilícitos (ver *Carta Financiera* No. 179 de septiembre de 2017). 



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

Un balance más objetivo del gobierno de Juan Manuel Santos



Por: Luis Fernando Mejía *

El pasado 14 de noviembre, Sergio Clavijo, presidente de Anif, publicó en estas mismas páginas un balance de la Administración Santos I-II (2010-2018). En su columna, el doctor Clavijo afirma que en este gobierno hubo un regular o mal desempeño en materia de formalidad laboral, desigualdad y calidad educativa, entre otras dimensiones.

Si bien es indiscutible que hay espacio para mejora en muchos de estos aspectos, también lo es que este gobierno avanzó de manera decidida en los mismos y que en el escrito no se incluyeron varios de los logros palpables de los últimos años. Así pues, en esta columna buscamos darlos a conocer a la opinión pública, con miras a hacer

un análisis más objetivo sobre lo hecho por la administración del presidente Juan Manuel Santos.

Afirmación:
regular desempeño en formalidad laboral

Realidad:

En 2012, por primera vez en más de cuarenta años y luego de múltiples diagnósticos al respecto, se redujeron las cargas de contratación de mano de obra formal. Como resultado, en 2017 y por primera vez desde que

* Director General del DNP. E-mail: lmejia@dnf.gov.co

existen cifras, el número de empleados formales superó a los informales en las trece principales ciudades (ver gráfico 1). Desde la entrada en vigor de esta reforma se han creado 1.8 millones de empleos formales en nuestro país.

Asimismo, en aras a reducir la informalidad, el gobierno llevó a cabo reformas estructurales que han facilitado el acceso de millones de colombianos a empleos formales y bien remunerados. Por ejemplo, se permitió la afiliación a seguridad social de los trabajadores dependientes por períodos inferiores a un mes y se incentivó la afiliación de conductores de servicio público al sistema de seguridad social. De igual modo, se crearon la Red Nacional de Formalización Laboral, el Servicio Público de Empleo y el mecanismo de protección al cesante.

Afirmación: baja calidad educativa

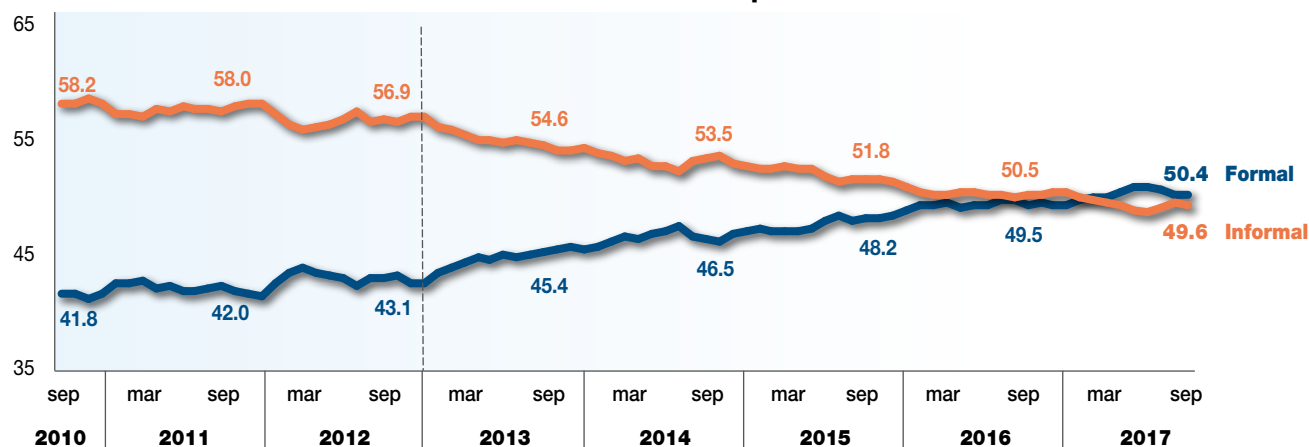
Realidad:

Durante la presente administración se ha llevado a cabo el mayor número de reformas para posicionar la

educación como el pilar fundamental del desarrollo y la equidad social. El programa Ser Pilo Paga igualó la tasa de acceso entre los estudiantes pilos de los diferentes estratos y cuenta hoy con 31.971 beneficiarios. La jornada única y la construcción de cerca de 30.000 aulas en un período de cuatro años permitirán que los estudiantes fortalezcan sus competencias básicas con más horas de estudio. Y los esfuerzos en calidad, como el programa Todos a Aprender y los incentivos a maestros que permitieron que Colombia fuera uno de los únicos tres países, junto con Catar y Perú, que mejoró en las tres áreas que miden las pruebas Pisa entre 2012 y 2015 (ver gráfico 2), superando así en el ranking a Brasil y Perú y quedando muy cerca de los niveles de Costa Rica y Uruguay. Estos resultados también se han visto reflejados en las Pruebas SABER 11 que alcanzaron su máximo nivel en 2016, con un aumento de 7 puntos en el promedio nacional (257 puntos).

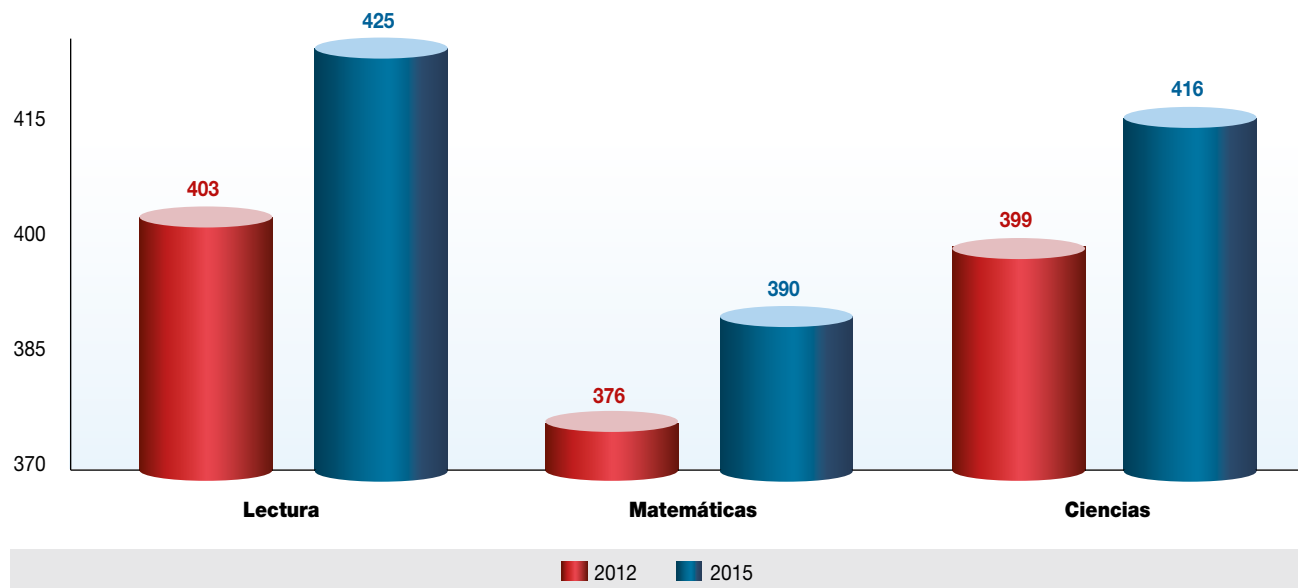
Además de avanzar en calidad, se consolidaron los niveles de cobertura y permanencia para la educación básica y media, con especial énfasis en las zonas rurales. En esta estrategia, que busca cerrar las brechas y promover la equidad, se han implementado modelos educativos flexibles para enfocar los esfuerzos en poblaciones con condiciones particulares de vulne-

Gráfico 1. Ocupados formales-informales
(Trece áreas, distribución %)
Criterio: cotización a pensiones



Nota: la línea denota la fecha de diciembre 2012, cuando se redujeron las cargas de contratación.
Fuente: Dane.

Gráfico 2. Mejora en el puntaje de pruebas Pisa (2012-2015)



Fuente: Ministerio de Educación Nacional. Cálculos DNP.

rabilidad. A 2016, se lograron tasas de deserción por debajo del 5% en todos los niveles de educación básica, alcanzando cifras históricas en este indicador.

Afirmación: frágil sostenibilidad fiscal

Realidad:

Luego de una seria, responsable, aunque impopular Reforma Tributaria en 2016, el FMI y las calificadoras de riesgo destacaron cómo el país ha logrado estabilizar sus cuentas fiscales, lo que se refleja en que hoy los CDS de Colombia estén en los niveles más bajos desde hace casi tres años.

A pesar del choque petrolero, el gobierno logró mantener el gasto social y cumplir con las metas de déficit previstas en la Regla Fiscal. A futuro, el gobierno seguirá siendo responsable con su manejo fiscal. Según las proyecciones del Marco Fiscal, el

déficit del Gobierno Nacional Central se reducirá al 3.6% en 2017, al 2.2% en 2019 y llegará al 1% en 2026. Como consecuencia de ello, la deuda del Gobierno Nacional Central disminuirá de cerca del 45% en 2017 y 2018, al 44% en 2019 y llegando al 32% en 2028.

Afirmación: subóptimo funcionamiento del SGR

Realidad:

Gracias a la reforma estructural al sistema de regalías de 2011, hoy todos los municipios del país reciben recursos de esta fuente. Mientras que antes de la reforma el 80% de los recursos de regalías en entidades territoriales estaba concentrado en tan solo un 17% de la población, hoy en día estos se reparten en el 70%. No sorprende entonces que la desigualdad de la distribución de las regalías haya disminuido considerablemente: el Gini municipal pasó de 0.92 a 0.39.

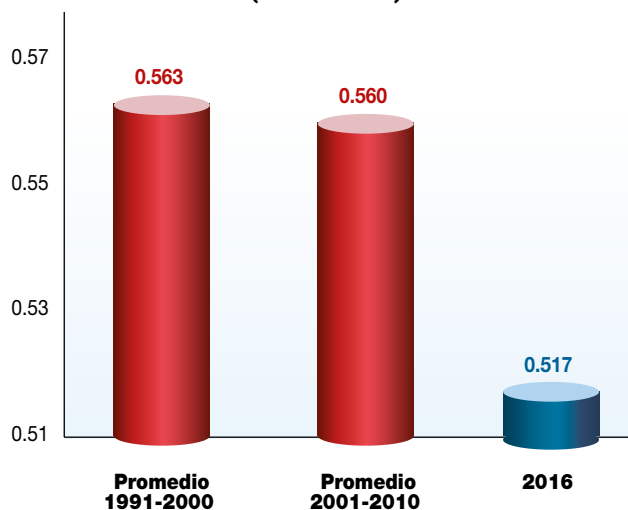
Adicionalmente, las regalías se convirtieron en un jalonador de la actividad económica, contribuyendo aproximadamente en 0.33 puntos al crecimiento de los últimos cinco años. Solo el Plan de Choque implementado en el último semestre de 2017 contribuirá entre 0.4 y 0.5 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento del PIB y generará 80.000 empleos.

Afirmación: **persistencia de la desigualdad**

Realidad:

Desde que existen cifras oficiales, la desigualdad nunca había caído de manera sostenida como lo ha venido haciendo desde el año 2010. Tanto así que para 2015 se alcanzó de manera anticipada la meta que el Plan Nacional de Desarrollo había fijado para reducción del coeficiente de Gini a 2018. Hoy por hoy, el coeficiente está en niveles de 0.51, el más bajo de los últimos 25 años y la primera vez que está por debajo de 0.54 desde 1991 (ver gráfico 3).

Gráfico 3. Reducción de la desigualdad en Colombia: coeficiente de Gini (1991-2016)



Fuente: Dane.

Estas reducciones en la desigualdad reflejan una mejor distribución del crecimiento económico de los últimos años, así como una mejor focalización de los programas sociales. No en vano el crecimiento del ingreso de los deciles más bajos de ingreso supera al de los deciles más altos, 4.3 millones de colombianos han salido de la pobreza y el número de colombianos de clase media superó por primera vez el de los pobres.

Afirmación: **inacción en la Reforma Estructural Pensional**

Realidad:

En aras de avanzar de forma decidida en la protección a la vejez, este gobierno aumentó considerablemente la cobertura de Colombia Mayor, multiplicándola casi por cuatro, pasando de 416.000 beneficiarios en 2010 a 1.503.000 en 2016. Este programa proporciona un primer pilar básico de protección social para los adultos mayores en condiciones de vulnerabilidad.

Además, el gobierno adelantó acciones concretas para fortalecer el sistema pensional. La Reforma Tributaria de 2012 creó las condiciones para una mayor generación de empleo formal, aumentando así las cotizaciones al sistema. Y asimismo, mediante la defensa jurídica del Estado hecha por el gobierno ante las Altas Cortes, se logró que la jurisprudencia en materia de Régimen de Transición retomara el precepto de que el cálculo de la pensión se hiciera con base en los últimos diez años de cotización y no el último año, asegurando así que los montos de las pensiones sean mucho más justos y proporcionados.

Así pues, son evidentes los logros obtenidos en temas clave como formalidad, educación y desigualdad, por mencionar solo algunos de los muchos logros sectoriales. El reto hacia adelante es garantizar la continuidad de las reformas y políticas que permitieron estos resultados, para que el país siga avanzando en la senda de un crecimiento económico sostenible e incluyente.

Debate sobre el balance de la Administración Santos I-II (2010-2018): Breve nota de contrarréplica de ANIF al DNP

El 17 de noviembre de 2017 se publicó en el diario *La República* una réplica del DNP al balance que había realizado Anif sobre las ejecutorias de la Administración Santos I-II (2010-2018), correspondiente al *Informe Semanal* No.1389 de noviembre del 2017. Este último informe hoy aparece como el editorial de esta revista *Carta Financiera* de diciembre de 2017.

Anif celebra la iniciativa del DNP de haberse tomado el tiempo para analizar lo allí dicho por Anif y, dada su valía, le propusimos a dicha entidad que también accediera a reproducirlo en este número, para así alimentar este importante debate, con el cual pretendemos que la nueva Administración del período 2018-2022 pueda hacer un cuidadoso examen de los logros y los desafíos que de allí se derivan.

En esta contrarréplica no entraremos nuevamente en los detalles del debate, sino que nos limitaremos a destacar algunos puntos que requieren mayor reflexión. En primer lugar, a Anif le asombra que la sociedad civil colombiana no haga esfuerzos académicos más profundos por entrar a evaluar, tras casi ocho años de gobierno, los logros y los desafíos remanentes de una Administración que, en general, acertó en su identificación de los problemas más neurálgicos, tanto a nivel económico como social. ¿Dónde están los Ph.D y Masters que ha venido graduando el país recientemente en estos temas? La simple publicación de artículos en “journals indexados” no puede ser la métrica de las contribuciones del “mundo ilustrado y tecnocrático” frente a los problemas más agudos del país. La academia del país debe hacer al menos un alto en el camino y dedicar un tiempo a poner en perspectiva lo bueno, lo regular y lo malo de cada Administración, en sus diferentes áreas de experticia.


En Anif nos tomamos en serio esto de las políticas públicas y hemos venido haciendo estos ejercicios tanto con Uribe I-II, como ahora con Santos I-II. Nuestro foco no es la coyuntura, sino la huella de mediano y largo plazo que dejarán dichas políticas. Toda evaluación de este tipo tiene elementos objetivos, otros subjetivos y también su arista puramente política (Anif hace esfuerzos permanentes por alejarse de este último componente político).

Si los datos nos lo permiten, tratamos de cuantificar los impactos-resultados y así dar evaluaciones objetivas, como en el caso del Índice de Sufrimiento Macroeconómico, donde a la Administración Santos I-II le fue muy bien históricamente. Curiosamente, la réplica del DNP omite cualquier mención

a los reconocimientos explícitos que hacemos de los logros de la Administración, tanto en este frente macro, como en los temas de consolidación de la paz o de lucha contra la pobreza. Esa réplica solo se focalizó en la parte mala-regular, pero todos sabemos que no existe Administración perfecta; algo debió salir mal o regular y al analizarlo queremos llamar la atención de los aspirantes a la Presidencia del período 2018-2022 para que se preparen a enmendarlo.

Pero también existen elementos subjetivos y prospectivos donde las visiones de unos y otros bien pueden discrepar, donde solo la historia dirá quién hace evaluaciones «más objetivas». Ahora bien, existe un principio filosófico-psicológico que dice que las partes interesadas no suelen ser más objetivas que las independientes. Por esta razón será más bien el público en general el que debe dictar el grado de objetividad de un gobierno «autoevaluándose». Anif ha mencionado en el pasado que los errores de autoevaluación son protuberantes, a juzgar por el pobre desempeño histórico que han tenido programas como el de “sinergia” del propio DNP.

Por último, en dicha réplica del DNP se menciona que Anif no ha reconocido los logros en materia de formalización laboral, lo cual no se ciñe a la verdad (baste releer nuestro editorial). Lo que pasa es que creemos que los logros de la Ley 1607 de 2012 (sobre reducción de parafiscales) se ha debido concretar evitando la indexación presupuestal y, además, posteriormente profundizar durante 2014-2017 a través de desmontar, por ejemplo, el 4% de las Cofamiliares. De hecho, las ganancias en formalización laboral, vía PILA, son más bien precarias, pues tan solo han subido del 32% al 42% de la PEA (pagos al menos dos veces al año); más aún, medido por pagos continuos de doce meses, se encuentra un estancamiento tan bajo como que solo un 26% de la PEA cumple esta condición.

Claramente en algunos campos tenemos profundo desacuerdo con el DNP. Por ejemplo, evaluamos difícil haber aplaudido la reducción del Gini y allí dudamos mucho que hubiera incidencia positiva de la mejor focalización de los subsidios. Si bien el DNP se ha preocupado por ello recientemente, sus impactos probablemente solo se verán en 2018-2020. Tampoco evaluamos como acertado el manejo de las regalías y su supuesta mejor distribución. En nuestra opinión, estas han debido dedicarse a infraestructura y mejorar la articulación nacional-territorial y no a atomizarla a través de un mecanismo tan ineficiente como los OCADs. 

Elementos para una Reforma Estructural Pensional (REP) *

Por: Sergio Clavijo, Alejandro Vera, Nelson Vera, Ekaterina Cuéllar y Andrea Ríos ¹



A nivel global, las crisis fiscales de la década de los años ochenta tuvieron el positivo efecto de acelerar la adopción de esquemas pensionales de administración privada (cuentas individuales), los cuales tienen la virtud de ser equitativos (premiando a cada cual según su voluntad de ahorro intertemporal) y de abrir espacio fiscal para acometer obligaciones fiscales en los frentes de salud e infraestructura.

Dichas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) han sido, sin lugar a dudas, exitosas en las tareas que se les asignaron: i) han logrado excelentes retornos históricos para dichos ahorros, bordeando tasas del 6%-8% real por año, cuando el retorno promedio de una buena inversión de portafolio normalmente rinde un 3%-5% real anual; y ii) lo han hecho a través de una diversificación y optimización de los portafolios que, en el agregado, han

permitido desarrollar mejores proyectos de infraestructura, con importante potencialización del PIB-real.

A pesar de ello, y tras veinte años de prueba exitosa del modelo de AFPs, en los últimos dos años se han conocido tres tipos de quejas que, aunque importantes desde el punto de vista social, en nada desdicen el récord histórico antes referido. Las quejas sobre el desempeño de las AFPs han tenido que ver con: i) una baja

* Corresponde a una versión resumida de la investigación realizada por Anif titulada: “Elementos para una Reforma Estructural Pensional (REP)”, ver documento completo en: <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-repensional0917.pdf>

¹ Director, subdirector, jefes de investigaciones e investigadora de Anif, respectivamente. Email: sclavijo@anif.com.co

proporción de la población accediendo a pensiones vitalicias (prácticamente solo 1 de cada 3 colombianos); ii) supuestos cobros “elevados” en materia de comisión de administración (hoy equivalente al 1.3% de la contribución) y de seguro previsional (1.7% de la contribución), aunque tienen un tope del 3%; y iii) supuestas bajas tasas de reemplazo (=pensión/salario), bordeando un 45%-50% en función del retorno real del portafolio, de la densidad de las cotizaciones y del tiempo esperado de disfrute de dicha pensión.

Dichos reclamos (válidos desde la problemática de Estado) no son para nada atribuibles ni a problemas regulatorios ni a problemas de mala administración de las AFPs, sino que tienen que ver con: i) la elevada informalidad laboral; ii) no es cierto que los cobros de comisiones sean elevados, pues se puede demostrar que bordean un 0.5% de los ahorros acumulados a veinte años (por debajo de la práctica internacional de otros mercados financieros) y los de seguros están en línea con la práctica internacional; y iii) una falsa e ilusoria comparativa con los abultados subsidios que en el pasado daba (en la mayoría de los países desarrollados) el Régimen de Prima Media (RPM) público, por lo cual ha sido urgente reformarlos paramétricamente a través de elevar la edad de pensión (hoy bordeando 65 años) y reduciendo las tasas de reemplazo hacia rangos más realistas (ver Anif, 2014).

Todos los gobiernos de los últimos veinticinco años en Colombia (desde la Constitución de 1991) dicen reconocer los problemas de insostenibilidad del sistema público de pensiones, pero no han hecho mayor cosa por acabarlo. En este sentido, tanto las multilaterales (incluyendo BID y OECD) como los centros de investigación (Anif y Fedesarrollo) hemos venido repi-

cando sobre la urgencia de realizar una Reforma Estructural Pensional. Ojalá la Comisión de Gasto Público dé claras directrices sobre la urgencia y profundidad que Colombia requiere en esta materia (ver Anif, 2017a).

Teniendo en cuenta todo lo anterior, este documento busca identificar los elementos esenciales que debería tener una Reforma Estructural Pensional (REP), yendo a la raíz de las problemáticas social, laboral y fiscal. Los principales mensajes que pueden extraerse de este documento los sintetizamos así:

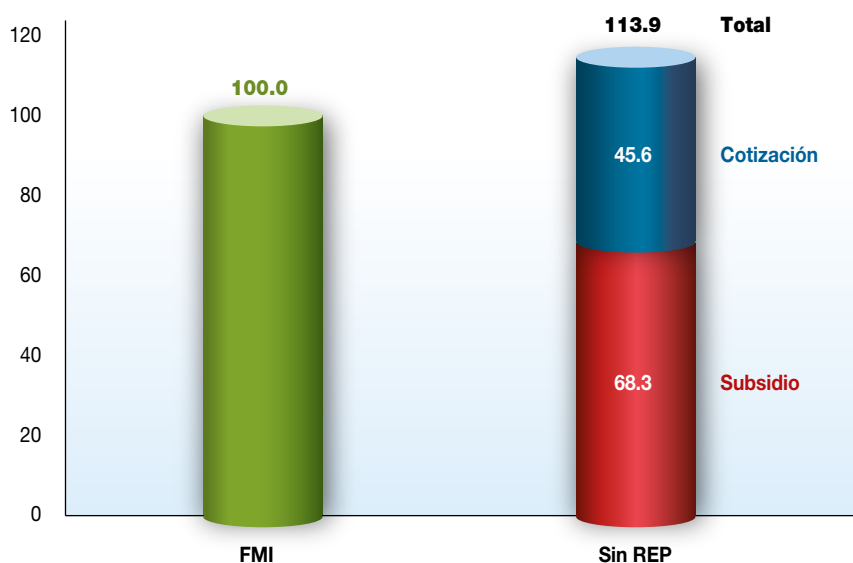
VPN pensional del período 2017-2050

Nuestros cálculos sugieren que bajo el escenario actual de “piloto automático”, sin REP, el VPN pensional de Colombia llega al 114% del PIB de 2017 (descontados los flujos del hori-

zonte 2017-2050), ver gráfico 1. Dicho cálculo se explica por los elevados subsidios del RPM, aun bajo un horizonte fiscalmente conservador en el cual la cobertura pensional se mantiene tan baja como en el 30% actual, cifra muy inferior al 64% de cobertura que se observa en promedio en América Latina. Este escenario actual (*statu quo*) lo denominaremos “bomba social”, debido a la gran amenaza que representa tener dos terceras partes de los ancianos con riesgos de caer en la indigencia.

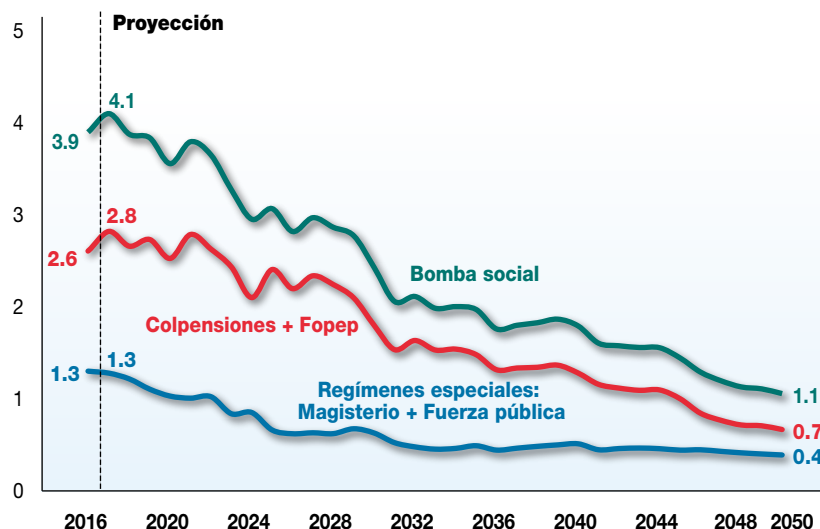
Paradójicamente, bajo un escenario de este tipo, los pagos pensionales a cargo del fisco estarían descendiendo de sus niveles actuales del 4.1% del PIB hacia el 1.1% del PIB en 2050 (ver gráfico 2). Esto se explica por la baja cobertura pensional de solo el 30%, lo cual representará todo un drama social, ya que la población mayor de 60 años se habrá prácticamente triplicado, pasando de 5.5 millones a 15 millones hacia

Gráfico 1. Sin Reforma Estructural Pensional: VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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

Gráfico 2. Sin Reforma Estructural Pensional (bomba social):
Pagos pensionales
(% del PIB, 2016-2050)

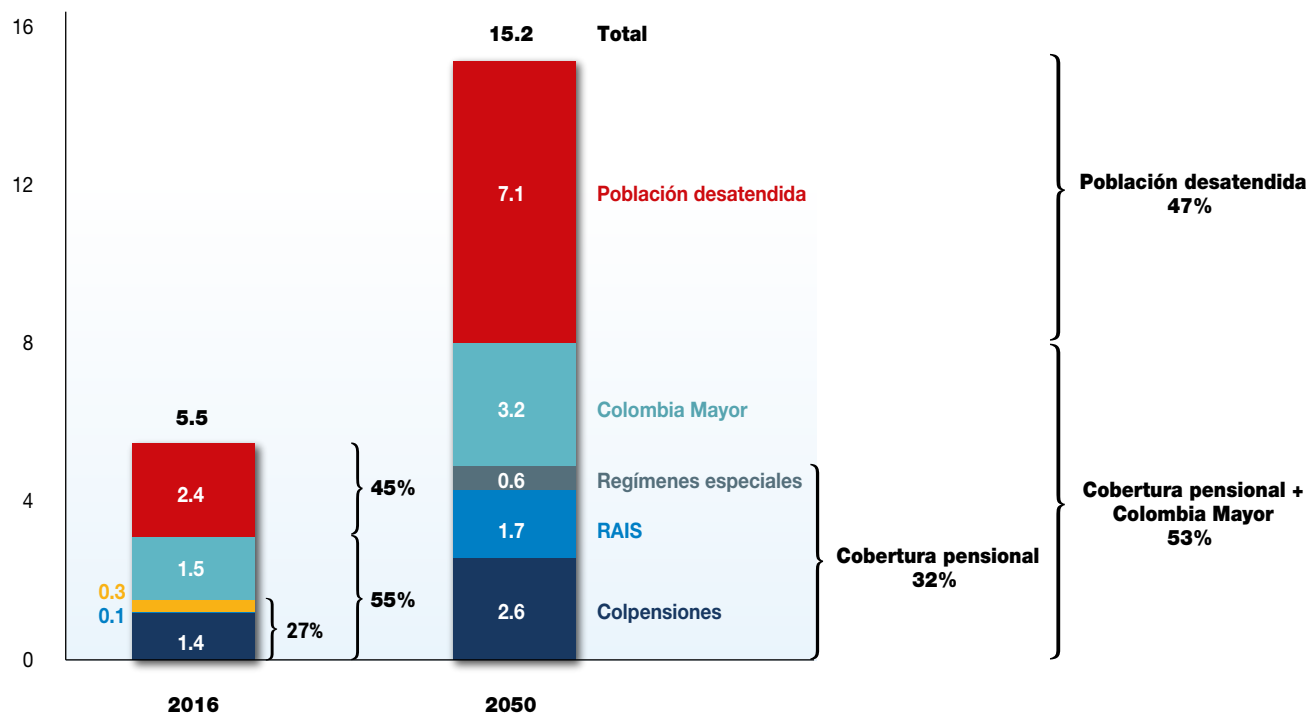


Fuente: cálculos Anif con base en Dane, Superfinanciera y FMI.

2050 (ver gráfico 3). Cabe recordar que el RPM actualmente cuenta con el 27% de los afiliados y atiende al 95% de los pensionados, pero debido a las altas exigencias de tiempo y densidad de cotización (mínimo 25 años) estas obligaciones pensionales se irán diluyendo en el tiempo, dejándonos con menor presión fiscal, pero con esa preocupante “bomba social” de gran cantidad de ancianos con riesgo de indigencia.

Lo anterior evidencia la necesidad de implementar paralelamente una reforma laboral que reduzca las elevadas tasas de informalidad del país del 57% en la actualidad (cuyos detalles requieren ser abordados en otro estudio), evidenciadas en la baja relación Cotizantes PILA/PEA del 43% (vs. el

Gráfico 3. Bomba social: Distribución de la población mayor de 60 años
(millones de personas, 2016 vs. 2050)



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

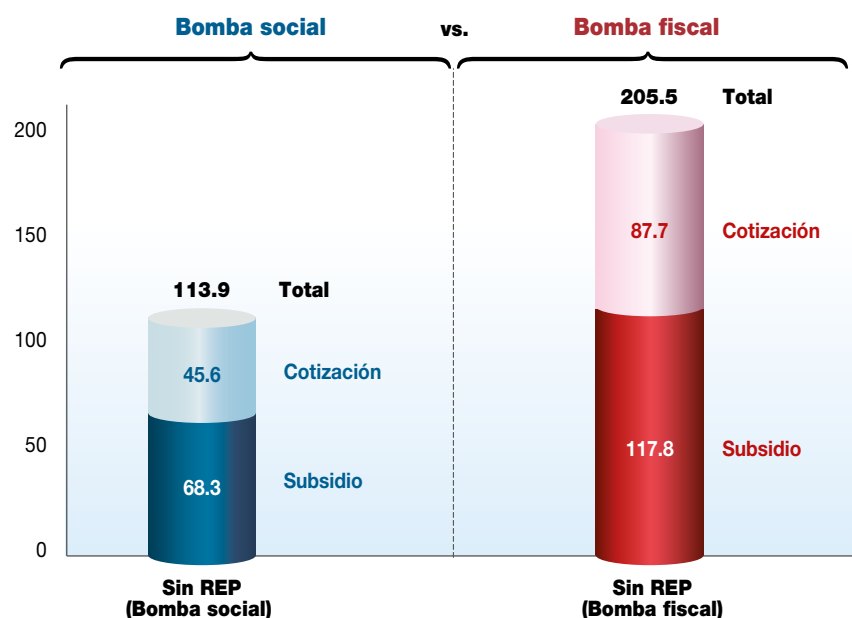
70% en Chile y el 90% en España), o inclusive con una informalidad pensional tan alta en Colombia como del 74% cuando se tiene en cuenta que solo un 26% de la PEA cotiza con densidades mayores al 70% (es decir, 8 meses al año). Ahora bien, cabe preguntarse ¿cómo se alterarían nuestros cálculos de sostenibilidad fiscal-pensional de lograrse materializar una reforma laboral que eleve la cobertura pensional promedio al 64%-74% como la que se observa en América Latina?

Bajo este escenario de duplicación de la cobertura pensional (pasando del 30% hacia el 64% de la población en edad de pensión) se estaría logrando el objetivo de desactivar la “bomba social”, pero se estaría activando una “bomba fiscal” en ausencia de una REP. En efecto, las obligaciones fiscales al descubierto del período 2017-2050 se estarían elevando del 114% del PIB (bajo la “bomba social” actual) hacia un 206% del PIB (en VPN respecto del PIB de 2017), un deterioro equivalente al 92% del PIB, prácticamente duplicándose el esfuerzo fiscal requerido para absorber esa mayor carga pensional (ver gráfico 4). En términos de flujo de caja, los pagos pensionales bajo esta mayor cobertura pensional ya no descenderían hacia el 1.1% del PIB por año (hacia 2050), sino que continuarían en niveles del 2.4% del PIB por año (valor similar al evidenciado desde finales de la década de los años noventa, aunque sería la mitad del valor actual del 4.1% del PIB), ver gráfico 5.

Elementos de la Reforma Estructural Pensional (REP)

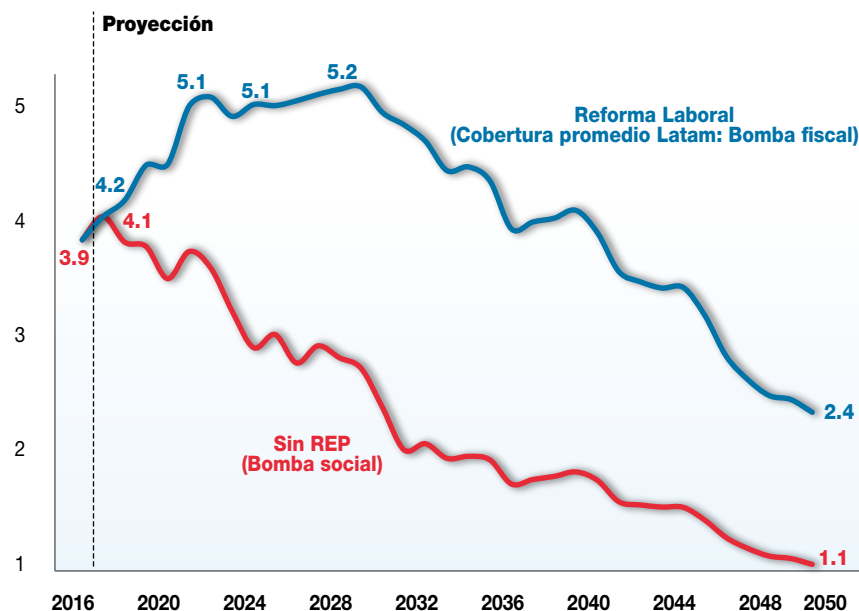
Dado lo anterior, este documento presenta una propuesta de REP, cuya

Gráfico 4. Bomba social vs. Bomba fiscal: VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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

Gráfico 5. Bomba social vs. Bomba fiscal: Pagos pensionales (% del PIB, 2016-2050)



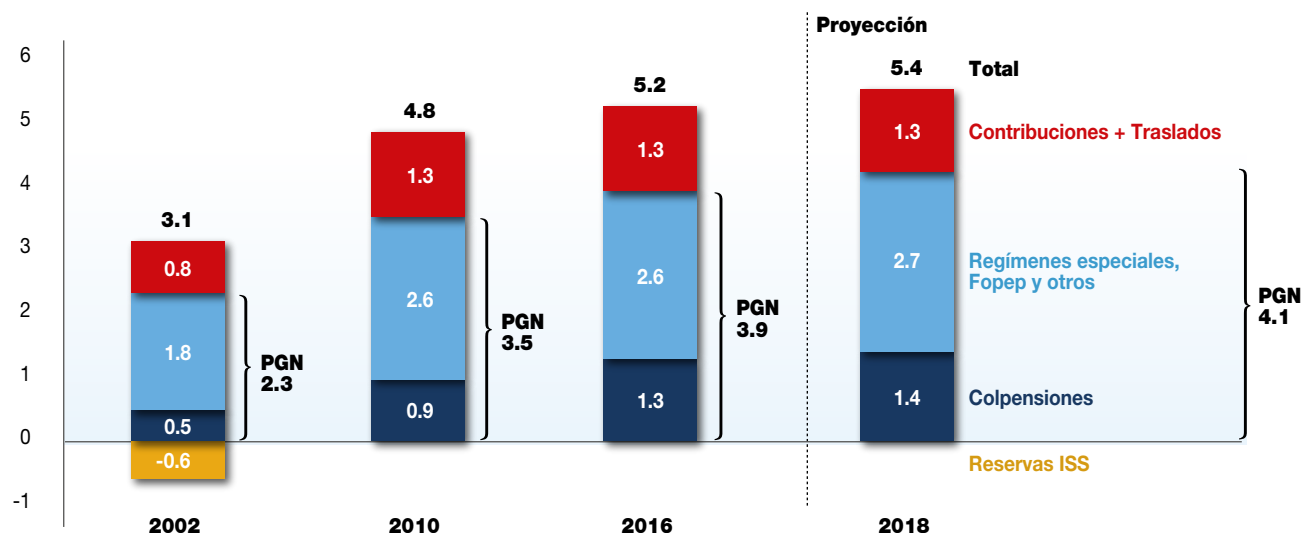
Fuente: cálculos Anif con base en Dane, Superfinanciera y FMI.

columna vertebral proviene del “marchitamiento” del RPM, consistente en cerrar la opción de nuevos afiliados al RPM (digamos, a partir de enero de 2019). Ello pues el gasto total en pensiones (incluyendo contribuciones) se incrementó hacia el 5.2% del PIB en 2016 frente al 3.1% del PIB observado en 2002 (ver gráfico 6). Ahora bien, Colpensiones (administrador del RPM) continuaría honrando todos los compromisos ya adquiridos con los pensionados vigentes y con los futuros pensionados que estuvieran afiliados hasta esa fecha de enero de 2019. Para respetar “las expectativas relativamente cercanas” de acceso al RPM, derivadas de la jurisprudencia de la Corte Constitucional (CC) relativas a la Ley 100 de 1993 y la Ley 797 de 2003, nuestra propuesta contempla un “régimen de transición” relativamente amplio para que los afiliados decidan entre el RAIS y el RPM (de Colpensiones). Dicho período de transición crearía las siguientes categorías y funcionaría así:

- *Derecho ejercido* (aquellos con edades superiores a los 47/52 años mujer/hombre): esto quiere decir que los afiliados a quienes les falten 10 años o menos para pensionarse no podrán trasladarse de régimen, pues, bajo la Ley 797 de 2003, ya debieron ejercer dicha opción de escogencia entre el RAIS y el RPM.
- *Expectativas prontas* (edades entre los 42/47 - 47/52 años mujer/hombre): son aquellos a los que les falten entre 10 y 15 años para pensionarse y a ellos se les respetarían las condiciones pensionales vigentes, invocando el principio de “expectativa cercana” de la CC. Esto quiere decir que ellos podrán elegir entre el RAIS y el RPM hasta cuando les falten 10 años para pensionarse (lo cual implica que tendrán 5 años para tomar su decisión, a partir de la implementación de la REP, que por el momento imaginamos entrando en vigencia en enero de 2019).
- *Expectativas distantes* (edades inferiores a los 42/47 años mujer/hombre): en esta franja están aquellos a quienes les falten más de 15 años para pensionarse y a ellos se les dará un período de 2 años para su escogencia definitiva entre el RAIS y el RPM.

Una conclusión importante de esta propuesta de “marchitamiento” de Colpensiones, aplicando este generoso esquema de “transición pensional”, según el horizonte de las expectativas pensionales, es que esta no implica el cierre de actividades de Colpensiones. En efecto, esta entidad pública continuaría atendiendo a los pensionados actuales por un buen número de años y a todos los que optaron por seguir cotizando en esa entidad o trasladarse hacia ella. La salvedad es que Colpensiones no tendría nuevos afiliados a partir de enero de 2019. Dicho de otra manera, la expectativa de vida útil de Colpensiones atendiendo sus labores

Gráfico 6. Pagos pensionales (% del PIB, 2002-2018)



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

del RPM seguramente iría hasta el año calendario 2100, suponiendo que “el último afiliado” lo hace a la edad de 20 años en enero de 2019 y que el disfrute conjunto de su pensión (viudo-viuda) duraría hasta la edad de 100 años de alguno de los cónyuges o compañero/a permanente.

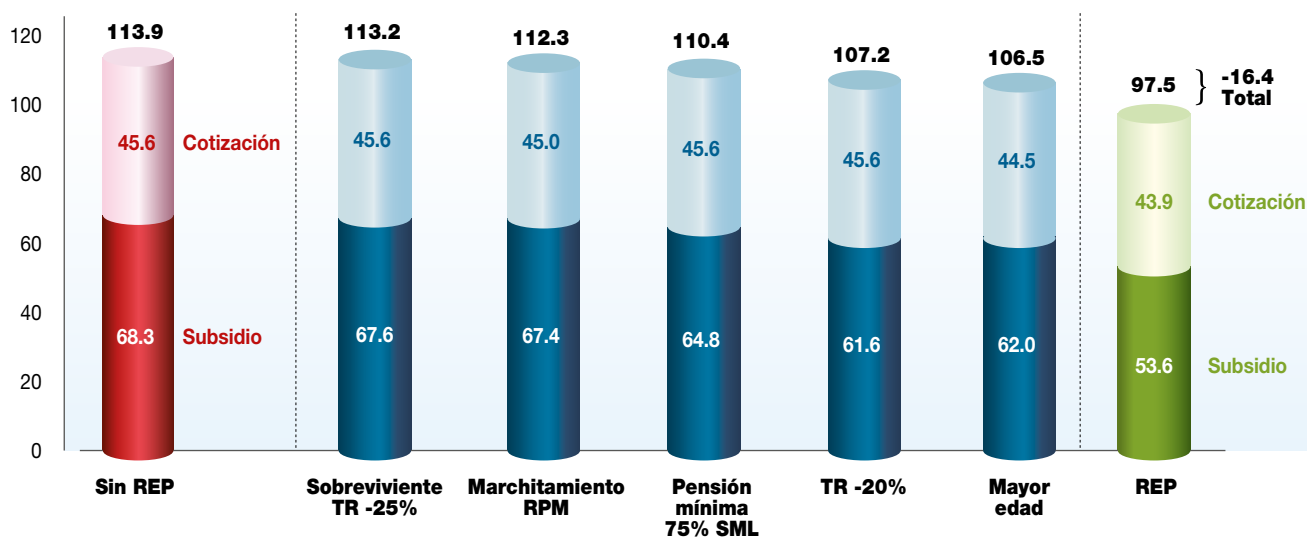
Afortunadamente, Colpensiones ha venido dando muestras de mayor productividad y orden en el manejo de las pensiones, gracias a la sistematización de las hojas de vida de sus afiliados. En este frente cabe resaltar que se haya logrado revertir “la situación inconstitucional” que se tenía, gracias a haber evacuado 1.7 millones de solicitudes de pensión durante 2010-2017. Más aún, hacia futuro, Colpensiones debería continuar fortaleciéndose institucionalmente para ahondar en el programa de Beneficios Económicos Periódicos (BEPs), por ejemplo, a través del esquema de “hipotecas reversibles” (ver Anif, 2017b).

Nuestra propuesta de REP también incluye importantes ajustes paramétricos al RPM en materia de: i) reducción de la pensión mínima del actual 100% de 1SML hacia el 75% de 1SML (como el vigente en Chile); ii) disminución de las tasas de reemplazo (TR) en -20pp para los ingresos superiores a 1SML (frente a los niveles actuales del 60%-80%) para eliminar los abultados subsidios que allí se tienen, especialmente en los ingresos altos (acabando así con el regresivo concepto de pensiones Hood-Robin); iii) incremento de la edad de pensión en 5 años, llevándola a 62/67 años (mujer/hombre), aplicando un cronograma como el utilizado en España bajo el conocido “Pacto de Toledo” (aumentos graduales de 1 año cada año hasta alcanzar el objetivo de incremento de 5 años en la edad de pensión, lo cual se aplicaría únicamente a las nuevas generaciones, es decir, personas con edades inferiores a los 42/47 años mujer/hombre); y iv) reducción de la

llamada “pensión sustitutiva” (la heredada) del 100% hacia el 75% (con la única excepción de mantener el 100% hasta que todos los hijos cumplan un mínimo de 25 años), donde la práctica internacional es aún más restrictiva al bajarla al 50%. Por último, proponemos acabar con los “trucos pensionales” que permite la Ley 797 de 2003 respecto al cálculo del Ingreso Base de Liquidación (IBL). Recordemos que dicho IBL contempla los últimos 10 años de cotización, lo cual genera un inadecuado arbitraje en contra de Colpensiones. Así, nuestra propuesta es que dicho IBL referido a la pensión se haga de ahora en adelante respecto del promedio (real) de las contribuciones durante toda la vida laboral.

Instrumentar nuestra REP permitiría reducir el VPN del pasivo pensional (al descubierto) del 114% del PIB hacia el 98% del PIB durante el período 2017-2050 (ver gráfico 7). Así, el flujo de pagos pensionales sería del 0.4% del PIB a la altura del año

Gráfico 7. Reforma Estructural Pensional (bomba social): VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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

2050 frente al 1.1% del PIB que se estaría observando sin REP. Nótese cómo nuestra REP no genera grandes ahorros fiscales durante 2017-2031, dado el amplio período de transición referente a los “derechos pensionales adquiridos” de los afiliados a Colpensiones-RPM. Sin embargo, dichos ahorros sí son significativos durante el período 2032-2050, equivalentes a cerca de un 1% del PIB por año. Más aún, en términos de VPN, esta combinación de “marchitamiento” de Colpensiones y de importantes ajustes paramétricos-pensionales arrojaría una reducción del 16% del PIB durante todo el horizonte 2017-2050.

Estos beneficios fiscales “algo tardíos” (2032) generan una complicada economía política en contra de nuestra REP, pues seguramente las futuras administraciones también tendrán un sesgo hacia continuar con su “miopía fiscal”, ya que los temas pensionales son complejos de explicar y generan

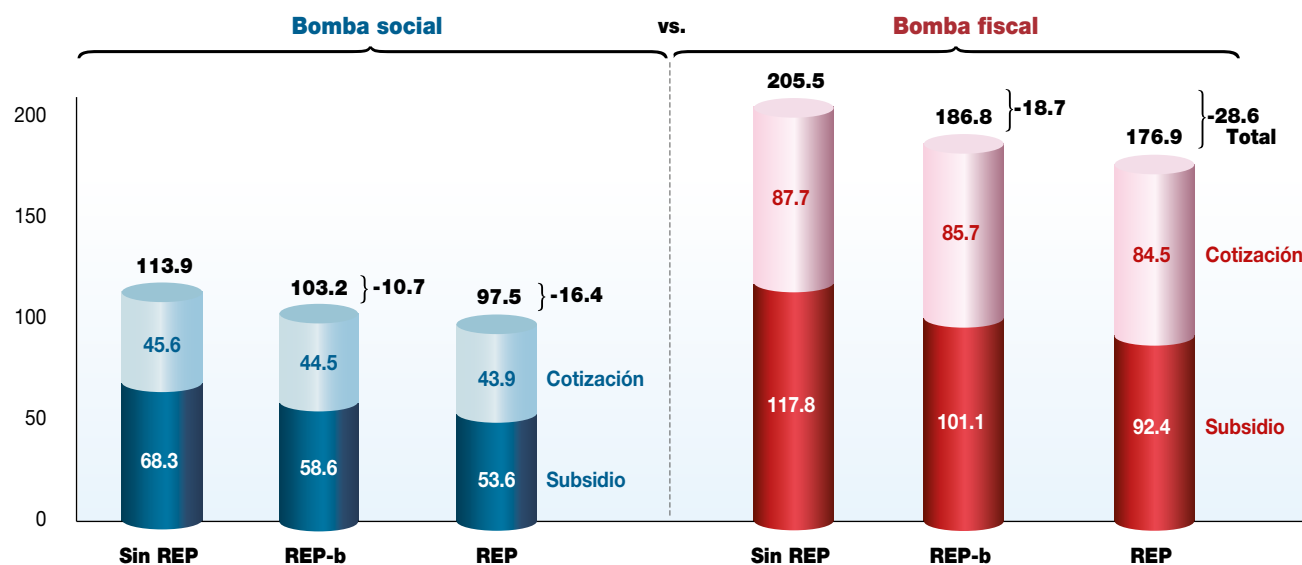
una alta sensibilidad política. Pero tal vez el mejor aliciente para impulsar esta REP durante 2018-2020 radica en que si “alguien” hubiera sido visionario y hubiera aplicado estos correctivos diez o quince años atrás, entonces hoy tendríamos los beneficios de haber reducido las asignaciones presupuestales del actual 4% del PIB hacia tal vez el 2% del PIB. Adicionalmente, de haberse implementado una reforma laboral, se habría logrado desactivar la “bomba social” (llegando a coberturas pensionales del 64%), evitando la indigencia de muchos ancianos.

Nótese cómo el mencionado ahorro del 16% del PIB durante 2017-2050 resulta aún más significativo si se le compara con los flujos de caja adicionales que estará demandando el posconflicto, del orden del 5% del PIB durante el período 2016-2025. Dicho de otra manera, si se hubiera implementado ya esta REP, entonces

tendríamos financiado prácticamente un gasto adicional del 1% del PIB dedicado al posconflicto (ver Anif, 2016).

Dado que somos conscientes de la complicada economía política del período 2018-2022, también presentamos un plan “B” (REP-b) menos ambicioso desde el punto de vista fiscal. Así, nuestra REP-b abandonaría la idea del “marchitamiento” de Colpensiones y los ajustes paramétricos serían menos exigentes. Por ejemplo, la garantía de pensión mínima se mantendría en el actual 100% de 1SML, ya que esta requiere una Reforma Constitucional. De forma similar, los ajustes en las TR ya no serían de -20pp, sino de -10pp. Esta REP-b arroja menores alivios fiscales en términos del VPN de pasivos pensionales al descubierto, bajándolo ya no en un 16% del PIB sino en un 11% del PIB. Esto implica que el descenso de los pagos pensionales presupuestales ya no sería hacia el

Gráfico 8. Bomba social vs. Bomba fiscal: VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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


0.4% del PIB, sino hacia el 0.7% del PIB en 2050 (un rendimiento fiscal inferior del 0.3% del PIB de la REP-b respecto de la REP).

Tal vez el elemento más valioso de nuestra REP es que aun en un escenario de “bomba fiscal” (descontando incrementos en la cobertura pensional del 30% hacia el 64%) se lograrían reducciones en el VPN pensional cercanas al 30% del PIB en 2017-2050 (ver gráficos 8 y 9). En todo caso, habría mayores asignaciones presupuestales a las pensiones al elevarse del 98% del PIB (escenario de “bomba social” con REP) hacia el 177% del PIB (escenario de “bomba fiscal” con REP) en 2050.

Todo lo anterior resalta la envergadura de los desafíos pensionales que enfrenta el país, en donde la entrante administración 2018-2022 requerirá inmensa voluntad política para tramitar una REP de este tipo, superando

los sesgos de “alta miopía fiscal pensional” de las últimas décadas.

En síntesis, aunque los beneficios del ajuste fiscal lucen distantes (por la generosa transición que legalmente debe adoptarse), estos se justifican

principalmente por: i) mayor equidad; y ii) alivio de un 1% del PIB por año en el flujo de caja presupuestal, que de haberse adoptado décadas atrás hoy permitiría estar liberando recursos significativos y cruciales para la infraestructura y el posconflicto. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

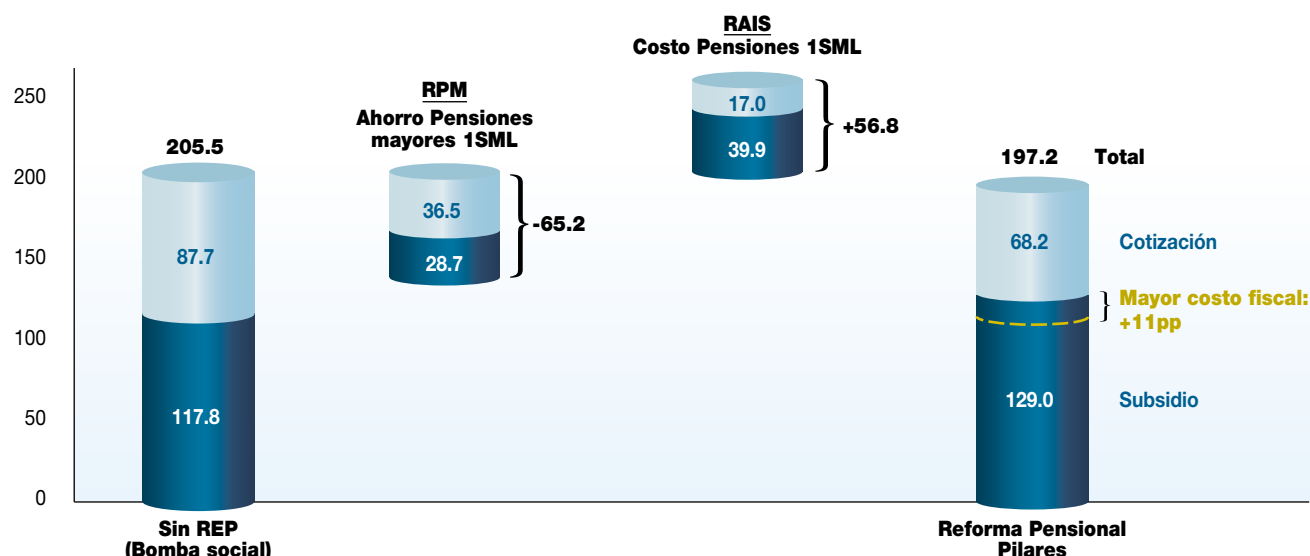
Anif (2014), “Desempeño de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs): una visión con memoria histórica”, *Informe Semanal* No. 1225 de julio de 2014.

Anif (2016), “Dividendos, beneficios y costos del Proceso de Paz”, *Informe Semanal* No. 1335 de octubre de 2016.

Anif (2017a), “Desafíos de los sistemas pensionales en América Latina”, *Comentario Económico del Día* 11 de mayo de 2017.

Anif (2017b), “Ahorro pensional y adquisición de vivienda”, *Comentario Económico del Día* 25 de abril de 2017.

Gráfico 9. Reformas Pilares (bomba fiscal): VPN pensional (% del PIB, 2017-2050)



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

Profundización del Mercado de Capitales



Por: Jorge Castaño *



El Mercado de Valores local ha tenido que adaptarse a los diferentes escenarios derivados de las coyunturas de los dos últimos años. El año 2016 estuvo marcado por una alta volatilidad relacionada no solo con la materialización de choques internos asociados al efecto de la caída de los precios del petróleo, sino también con choques de origen externo que de forma indirecta marcaron su modesto desempeño. Por otro lado, en lo corrido de 2017 las cifras han revelado un mejor comportamiento: las emisiones se incrementaron y fueron 1.1 veces superiores respecto al año anterior; los fondos de inversión colectiva se consolidaron como un mecanismo atractivo para el inversionista, alcanzando un crecimiento superior al 25% al llegar a un valor de activos administrado cercano a los \$84 billones; y las operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano registraron un incremento de 3.14 veces respecto del año anterior, lo cual refleja una capitalización bursátil un 6.1% igualmente superior.

Es claro que el Mercado de Valores se mantiene como una fuente alternativa para la consecución de recursos para las empresas locales y una opción atractiva para los inversionistas (locales y extranjeros); sin embargo, es igualmente evidente que, a pesar de los muchos esfuerzos de las autoridades y la industria por promover un mayor desarrollo, aún persisten los retos, por ejemplo, frente al acceso de nuevos emisores, el acercamiento del mercado al inversionista *retail*, así como de un rol más activo por parte de los inversionistas institucionales

En consecuencia, para la Superintendencia Financiera el desarrollo del

Mercado de Capitales se mantiene como uno de los objetivos fundamentales de su plan estratégico “Sistema Financiero Colombiano: Visión 2025”, cuyo desarrollo parte de una visión de largo plazo en la que se incorporan las actividades que en el corto plazo requiere y puede desplegar el supervisor para consolidar una visión de largo plazo para el Mercado de Valores, enfocada en cuatro ejes temáticos: competitividad, confiabilidad, inclusión y sostenibilidad.

Nuestra propuesta para el desarrollo del Mercado de Capitales se basa en cuatro estrategias principales: i) facilitar el desarrollo de nuevas

alternativas de inversión mediante la innovación financiera, a nivel local y regional; ii) promover el acceso al Mercado de Capitales tanto desde la perspectiva del inversionista como del emisor; iii) robustecer el marco y los mecanismos de supervisión del Mercado de Valores (supervisión basada en riesgos); y iv) fortalecer la supervisión de conductas y autorregulación que incluya el desarrollo de nuevas tecnologías.

* Superintendente Financiero.
Email: jocastano@superfinanciera.gov.co



Fiduoccidente
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S.A.

Construyendo *oportunidades innovadoras*
para el desarrollo del país.



VIGILADO
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA



Fiduoccidente
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S.A.



www.fiduoccidente.com

Grupo
AVL

Esta visión de largo plazo no puede desconocer el papel predominante del desarrollo y la innovación tecnológica de los mercados financieros. Si bien la innovación tecnológica no es algo nuevo en el sector financiero, hemos evidenciado cómo las inversiones en tecnología y el ritmo de la innovación se han acelerado significativamente durante los últimos años. Al respecto, vale la pena resaltar que la innovación tecnológica está impulsando numerosos desarrollos en distintos campos como las redes sociales, la inteligencia artificial, el *machine learning*, las aplicaciones móviles y la tecnología de registro descentralizado (DLT por sus siglas en inglés). Estos desarrollos han dado lugar a nuevos servicios y modelos de negocios por parte de las instituciones del sector financiero, compañías de tecnología y los nuevos participantes del mercado.

Recientemente hemos observado cómo los desarrollos *fintech* se centraron principalmente en actividades de pagos, remesas, *peer to peer lending* y *equity crowdfunding*. Somos además testigos de una evolución tecnológica que durante los últimos meses se ha enfocado hacia los mercados de capitales. En este sentido, las *fintech* han permitido desarrollar soluciones enfocadas a solventar tareas complejas del *front*, *middle* y *back office*. Estas soluciones se basan en la inteligencia artificial, la automatización de procesos robóticos, el *blockchain*, el *cloud computing* y el *trading* de alta frecuencia, que resultan fundamentales para poder ofrecer una serie de innovaciones que antes parecían lejanas.

Las nuevas tecnologías permiten ofrecer mejores rendimientos ajustados al riesgo de cada cliente. Asimismo, permiten un mayor conocimiento y procesamiento de datos y una optimización de la gestión de procesos

al interior de las entidades, esto se traduce en una maximización de los rendimientos y en un mayor desarrollo del Mercado de Capitales.

Sin perjuicio de lo anterior, en el campo de los servicios financieros minoristas, las compañías *fintech* suelen tener un mayor efecto disruptivo y en la mayoría de los casos logran hacerse con una parte del mercado. Tratándose de mercados de capitales, suele ocurrir algo diferente, ya que la innovación en este tipo de mercados presenta unas mayores barreras de entrada en comparación con el mercado de banca *retail*. Lo anterior tiene como efecto que las compañías *fintech* propendan por participar en el Mercado de Capitales bajo esquemas o modelos basados en la colaboración y no en la competencia directa. Así las cosas, al tener como objetivo el desarrollo de un ecosistema basado en la colaboración entre las *fintech* y las entidades tradicionales, las firmas logran reducir los costos estructurales, un mejor y mayor cumplimiento normativo, y un mejor servicio a los clientes.

El concepto de innovación abierta ya ha despegado en otras industrias, como la farmacéutica, ahora es el turno del Mercado de Capitales para desarrollar y exhibir esta cultura colaborativa. Sobre el particular, vale la pena resaltar que, según el informe *FinTech 2017* elaborado por Price Waterhouse Coopers, el 45% de las entidades financieras tradicionales tiene algún tipo de acuerdo o alianza con empresas *fintech*; al mismo tiempo, el 82% asegura que planea aumentar el número de alianzas en los próximos años. Sin duda alguna, los resultados de la citada encuesta demuestran cómo las entidades tradicionales son conscientes de la colaboración que deben desarrollar con las empresas *fintech* para aprovechar las ventajas de las nuevas tecnologías.

Sumado a ello, es evidente que los consumidores financieros y los jugadores del mercado no son los mismos de antes, por lo que las entidades tradicionales deben responder a nuevas demandas en un entorno marcado por la innovación. Por una parte, tenemos que los consumidores financieros de hoy, y del futuro inmediato, están más informados que los consumidores de la generación anterior y tienen la necesidad de estar conectados 24x7x365 de una manera ágil y conveniente (v.gr. sistemas de pago en tiempo real y disponibilidad continua del sistema). Asimismo, este tipo de consumidor tiene un mayor poder adquisitivo, lo que le permite y genera la necesidad de satisfacer sus necesidades a una mayor velocidad. De otra parte, respecto de los nuevos jugadores en el mercado financiero, encontramos que las compañías financieras tradicionales tienen una mayor competencia debido a la irrupción de las denominadas *startups* y de compañías tecnológicas tales como Amazon, Facebook, Google y Apple, entre otras.

Igualmente, podemos ver cómo la tecnología móvil enfocada en los servicios financieros está dando una serie importante de pasos hacia el Mercado de Capitales. Al respecto, se pueden encontrar plataformas de productos estructurados que permiten combinar las preferencias de riesgo de los inversionistas y las soluciones de autoservicio orientadas a mejorar la experiencia del cliente.

Cada día son más las compañías que operan sin una red de distribución física, ya que están evolucionando hacia infraestructuras inteligentes basadas en el *cloud computing*, logrando procesos más flexibles, ágiles y eficientes que le permiten a la industria estar a tono con las preferencias y expectativas de los consumidores financieros.

El desarrollo de la tecnología digital aplicable tanto al mercado financiero como al bursátil es una respuesta a la necesidad de los consumidores financieros de estar más informados y conectados con los sistemas de pago para tomar decisiones de inversión de manera oportuna, realizando operaciones en tiempo real y contando con la disponibilidad inmediata de fondos. Esta tendencia está aportando elementos que contribuyen con el dinamismo del mercado; sin embargo, estamos conscientes de la exigencia de mejores prácticas de supervisión, ya que cambia la aproximación y definición respecto de los riesgos inherentes de las actividades que se desarrollan a través de estos medios.

En línea con lo anterior, la supervisión necesariamente tiene que repensarse, para lo cual el acompañamiento y conocimiento de la gestión estratégica en innovación de las entidades permitirá a la Superintendencia Financiera de Colombia estar al tanto de los nuevos desarrollos en productos y servicios, así como de los riesgos inherentes. Vale la pena señalar que, para optimizar este proceso de supervisión, la Superfinanciera tomó la iniciativa en adoptar mecanismos que contribuyan a mejorar el proceso de supervisión basada en riesgos de manera óptima y eficiente. Para ello, promueve la creación y desarrollo de aplicaciones que contribuyan a que las entidades vigiladas puedan adelantar sus procesos de cumplimiento normativo (*compliance*) de manera más eficiente (*regtech*). Del mismo modo, desde el punto de vista del supervisor, con iniciativas que permitan


la automatización de los proyectos operativos, digitalización de datos y de herramientas de trabajo y mejora del análisis de datos (*suptech*), para lo cual la Superintendencia -al igual que otras autoridades locales e internacionales- entró a ser parte de la red global de miembros de la empresa de software empresarial R3 en desarrollo de su estrategia *fintech*, para estar permanentemente actualizado en los últimos avances e implementaciones de la tecnología DLT en servicios financieros.

“ Para la Superintendencia Financiera el desarrollo del Mercado de Capitales se mantiene como uno de los objetivos fundamentales de su plan estratégico “Sistema Financiero Colombiano: Visión 2025”, cuyo desarrollo parte de una visión de largo plazo en la que se incorporan las actividades que en el corto plazo requiere y puede desplegar el supervisor para consolidar una visión de largo plazo para el Mercado de Valores, enfocada en cuatro ejes temáticos: competitividad, confiabilidad, inclusión y sostenibilidad. ”

Dentro del abanico de soluciones que ofrece el *regtech* hay una variedad de innovaciones que permiten que las entidades financieras cumplan con la normatividad más eficientemente y que, a la vez, mejoren su gestión de riesgos. Por mencionar algunas de estas: en materia de *compliance* existen desarrollos para el monitoreo automatizado en tiempo real de los niveles de cumplimiento, esto permite reducir los costos de los procedimientos manuales y antiguos que existen al interior de las instituciones.

En materia de gestión y control de identidad, las herramientas de *Know Your Customer* basadas en DLT u otras tecnologías que recopilan y analizan datos de clientes y transacciones se convierten en herramientas fundamentales para la optimización de este tipo de procesos. El área de gestión de riesgos también se ha visto favorecida por el uso de soluciones que permiten la agregación de datos, la generación de informes y la creación de alertas que producen acciones automatizadas, lo cual posibilita una gestión de riesgos más automatizada y eficiente. En términos generales, el *regtech* se encuentra en pleno desarrollo y ya se evidencian alianzas y modelos de cooperación entre instituciones financieras tradicionales y compañías *fintech* para la creación de nuevas soluciones.

Además de apoyar nuevos enfoques de supervisión, el *suptech* promete transformar el proceso regulatorio, ya que permite desarrollar informes de supervisión automáticos, reducir la complejidad regulatoria, estimar con mayor rapidez y precisión el impacto de los cambios regulatorios y agilizar las consultas con la industria.

El futuro es hoy. Debemos adoptar un rol más activo en el importante propósito de avanzar en la consolidación de un Mercado de Capitales más dinámico y más profundo, y esta labor no está sólo en cabeza de las autoridades de regulación y supervisión. Las necesidades están más que diagnosticadas, es hora de imaginar hacia dónde queremos llevar el Mercado de Capitales colombiano y actuar de forma contundente para conseguirlo. 

Enfoque regulatorio del Mercado de Capitales



Por: David Salamanca Rojas *

La existencia de mercados de capitales dinámicos y profundos facilita la movilización eficiente de recursos hacia las empresas, los proyectos productivos y la infraestructura y, en consecuencia, es fundamental para el desarrollo económico de los países.

En los últimos años, Colombia ha venido realizando esfuerzos significativos, tanto desde el sector público como desde el sector privado, para desarrollar el mercado local de manera que se convierta en una fuente de financiación eficiente para los emisores a la vez que atractiva para los inversionistas, sean estos minoristas o institucionales. Sin embargo, a pesar de los avances regulatorios en este frente y del grado de desarrollo que ha venido ganando la economía colombiana, el Mercado de Capitales aún no se posiciona como una fuente importante de financiación que logre suplir las necesidades de recursos del sector productivo y de las obras de infraestructura.

*Director del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafin. E-mail: David.Salamanca@fogafin.gov.co

Agradecemos a todos los colombianos
la **confianza** que han depositado en nosotros.

Desde los distintos sectores económicos nos han brindado la fuerza
para seguir trabajando con *pasión* por nuestro hermoso país.



*" Empresa con alto sentido
de responsabilidad en el manejo
de mercancías, cumplimiento en entregas
con tarifas competitivas en el mercado.
Definitivamente un buen aliado logístico "*

(Cliente de Cali)



*" Con **envía Colvanes**, hemos tenido
un verdadero amigo de la casa,
nos han entregado lo mejor
de su saber, entendieron nuestro hacer
y lograron algo vital; fortalecer
la gestión comercial con nuestros clientes.
Para nosotros ustedes son: Confianza total "*

(Cliente de Medellín)



¡ Pasión por lo que hacemos !

En este contexto y con el apoyo del World Economic Forum, en diciembre de 2015 se realizó una mesa de trabajo de alto nivel, que contó con la participación de representantes del sector público, inversionistas institucionales e intermediarios locales y extranjeros, con el propósito de discutir los retos del mercado en Colombia y definir acciones concretas para superar dichos retos. Asimismo, el World Economic Forum realizó el reporte “Accelerating Capital Markets Development in Emerging Economies Country Case Studies”, el cual incluyó un estudio del caso colombiano.¹

Teniendo en cuenta estos insumos, así como otros generados en diversos espacios de diálogo con la industria, se estructuró la agenda regulatoria para el desarrollo del Mercado de Capitales para 2016 y 2017 en torno a tres pilares: i) promoción de la liquidez de los productos ofrecidos en el Mercado; ii) ampliación de las oportunidades de inversión para los agentes participantes; y iii) internacionalización e integración regional del Mercado.

A continuación, se analizará en detalle cada uno de estos tres pilares, destacando sus principales objetivos e implicaciones regulatorias y de infraestructura para el mercado local durante los últimos años.

Promoción de la liquidez de los productos ofrecidos en el Mercado

La liquidez es una condición esencial para generar transparencia y confianza en el Mercado, ya que contribuye a la formación de precios de los distintos activos financieros y facilita la movilidad de los inversionistas entre las

diferentes alternativas de inversión, así como su salida eficiente de las posiciones que tengan en el Mercado. Por esa razón, una de las preocupaciones que debe estar en el foco de los reguladores y de todos los participantes de los mercados de capitales es la promoción de la liquidez.

En mayo de 2016, se adoptó un paquete de medidas que buscaban promover la liquidez y dinamizar el Mercado de Valores.²

Uno de los aspectos que se consideró que podía tener un decidido impacto en la promoción de la liquidez era el impulso de las operaciones de préstamo o transferencia temporal de valores (transferencias temporales de valores, repos y simultáneas). En este frente, el mercado colombiano venía mostrando un muy bajo volumen de negociaciones que, aunque había aumentado a partir de 2014, multiplicando casi ocho veces los volúmenes de 2012, aún lucía bajo.

Sobre este punto, una de las barreras identificadas consistió en que los límites prudenciales para realizar estas operaciones resultaban muy restrictivos, sobre todo teniendo en cuenta la existencia de un esquema sólido de garantías.

Teniendo esto en mente, en mayo de 2016, se expidió el Decreto 766, mediante el cual se modificaron los límites prudenciales que deben tener

los intermediarios de valores en la realización de estas operaciones, permitiendo que el límite del 30% del patrimonio técnico para la celebración de operaciones con un mismo tercero pudiera ser ampliado por las entidades, siempre que lo justificaran adecuadamente, lo incorporaran en sus políticas de administración de riesgo de contraparte y lo llevaran a aprobación de su Junta Directiva.

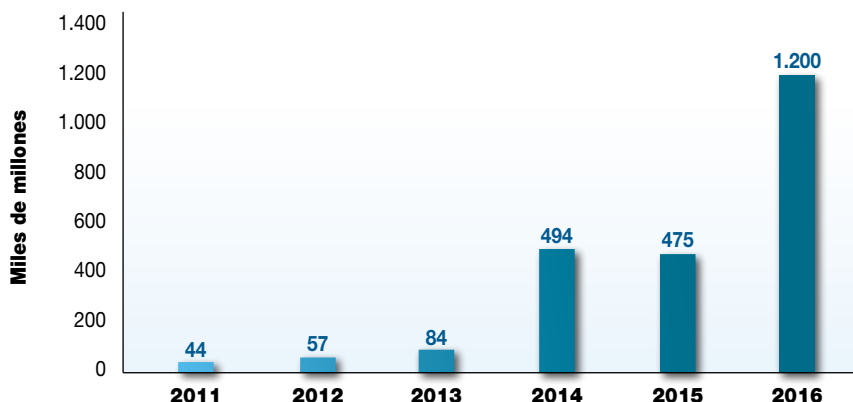
Igualmente, se adoptaron límites máximos por especie con base en el flotante de la respectiva acción y no con respecto al patrimonio técnico de la firma (6.5% del flotante de la especie) y se estableció un porcentaje máximo permitido para la realización de operaciones monetarias sobre una especie por cuenta de un mismo tercero (hasta el 3% del flotante de la especie objeto de las operaciones). Esta modificación se dio en un entorno de colaterales robustos para este mercado, así como de reglas y estándares más fuertes en materia de administración de riesgos de contraparte y de liquidez en los intermediarios por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia. En 2016, el volumen negociado fue casi el triple que el registrado en 2015, llegando a niveles de \$1.200 mil millones (ver gráfico 1).

Otro aspecto señalado por la industria era la importancia de incentivar la liquidez, particularmente del mercado de deuda privada, como una medida

¹ http://www3.weforum.org/docs/WEF_accelerating-capital-markets-development-in-emerging-economies.pdf

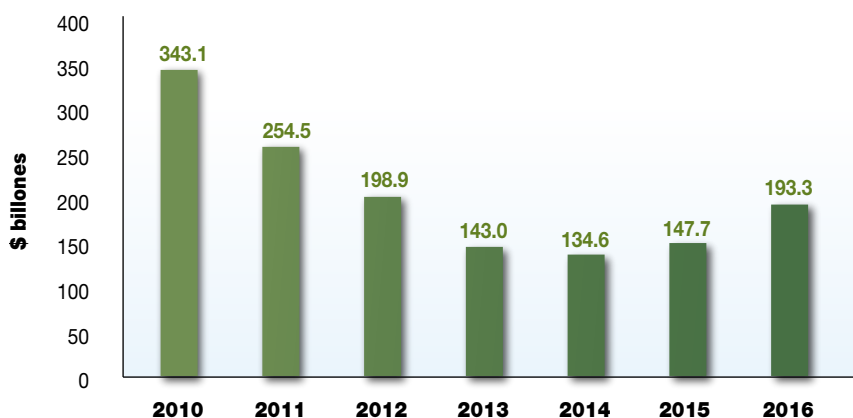
² Entre las medidas adoptadas también se encuentran las circulares emitidas por la Superintendencia Financiera de Colombia, con el fin de ajustar la medición del riesgo de liquidez de las operaciones monetarias y la revisión por parte de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales – Dian del tratamiento de la tarifa de retención en la fuente para estas operaciones.

Gráfico 1. Volumen de negociación en transferencia temporal de valores



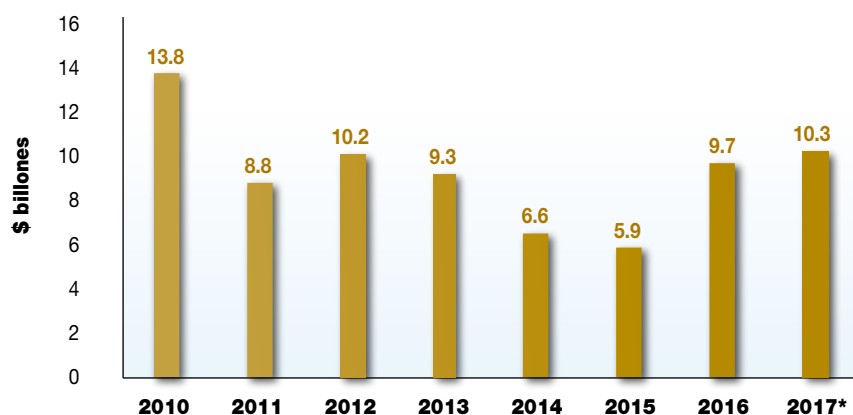
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos Unidad de Regulación Financiera (URF).

Gráfico 2. Evolución de la negociación de deuda privada



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos Unidad de Regulación Financiera (URF).

Gráfico 3. Monto colocado en emisiones de deuda privada



*Cifras a octubre de 2017.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos Unidad de Regulación Financiera (URF).

eficaz para promover el desarrollo de este mercado. Sobre este punto se identificó como mecanismo que podría contribuir a profundizar la liquidez, la posibilidad de posicionar referencias específicas y poder hacer reaperturas de dichas referencias como ocurre típicamente en los mercados de deuda pública. En mayo de 2016, se expidió el Decreto 767, mediante el cual se autorizó la reapertura de emisiones de bonos privados de manera que los emisores puedan adicionar montos a una colocación primaria de deuda, manteniendo las mismas características de los títulos originales. Esta herramienta contribuye a concentrar la liquidez en ciertas emisiones y a consolidar las curvas de referencia, favoreciendo la formación de precios al tiempo que se generan menores costos de financiación para el emisor a través de una prima de liquidez más baja. Este mecanismo ya fue utilizado en dos emisiones recientes (Isagén y Davivienda).

Aunque aún persisten retos en el mercado de deuda privada, en 2016 se evidenció un aumento en los montos transados, llegando a niveles de negociación similares a los que existían en 2012 (\$200 billones), ver gráfico 2. Los montos colocados también aumentaron en los dos últimos años, alcanzando casi \$10 billones, valores similares a los de 2012 (ver gráfico 3).

En lo corrido de 2017 se han producido nuevas emisiones por un monto de \$10.3 billones, la más reciente del Grupo Energía de Bogotá por \$650.000 millones, la cual fue demandada hasta casi \$869.060 millones.³ Esto último se constituye en una muy buena señal

³ Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

para el mercado de deuda privada en general, no solo por la capacidad que tiene de atraer nuevos emisores, sino por la gran demanda que se evidenció.

Ampliación de las oportunidades de inversión para los agentes participantes

En este frente, una de las medidas más relevantes para lograr un aumento en las oportunidades de inversión fue la actualización de los regímenes de inversión de los principales inversionistas institucionales (Fondos de Pensiones y aseguradoras), con el fin de permitir su participación en nuevas alternativas de inversión y, a la vez, ampliar la gama de opciones para la diversificación de sus portafolios.

Así, en 2016, mediante el Decreto 765 (Fondos de Pensiones) y el Decreto 2103 (aseguradoras), principalmente se reclasificaron las inversiones admisibles, entre activos tradicionales y activos alternativos, y se adicionó una nueva categoría para inversiones que se denominaron restringidas. En el caso de las inversiones alternativas, se incluyeron aquellos activos que por su naturaleza están expuestos a riesgos que no presentan correlación con el comportamiento de los mercados financieros (por ejemplo, los Fondos de Capital Privado y fondos inmobiliarios) y se estableció un límite particular para los Fondos de Capital Privado inmobiliarios (al igual que para los fondos de deuda 4G). En el caso de las inversiones restringidas, se incluyó la posibilidad de invertir en valores emitidos en el segundo mercado, en fondos cuyos subyacentes no estén calificados o no tengan grado de inversión, en *hedge funds* y en fondos de inversión colectiva apalancados,

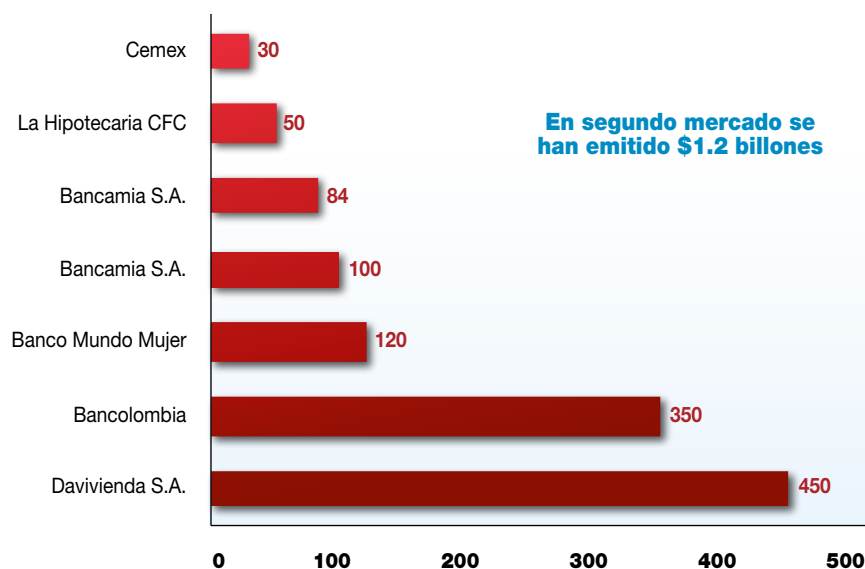
exigiendo, en todo caso, requisitos y procesos más agudos para la gestión de los riesgos de estas inversiones y con un límite reducido.

Estas modificaciones permitirán una mayor diversificación de los portafolios, ya que se habilita a estos fondos a incursionar en activos que por su mayor nivel de riesgo pueden ofrecerles mayores rentabilidades a los afiliados. Al mismo tiempo, se favorece al mercado en general, pues aumenta la base de inversionistas para este tipo de productos. A partir de esta modificación, los Fondos de Pensiones Obligatorias podrán invertir en valores emitidos en el segundo mercado, el cual ya cuenta con siete emisores y con un monto emitido de \$ 1.2 billones (ver gráfico 4). En relación con el segundo mercado, cabe destacar las modificaciones introducidas por el Decreto 1019 de 2014, mediante el cual se busca promover la utilización de este mecanismo y facilitar sus procesos de emisión.

Ahora bien, una de las principales apuestas del Gobierno Nacional para atraer a los inversionistas minoristas al Mercado de Valores ha sido, sin duda alguna, la modificación del régimen de Fondos de Inversión Colectiva (FIC) y la introducción de la actividad de custodia, ambas en 2013 (Decretos 1242 y 1243).

Esta medida tuvo como objetivo contar con un régimen más competitivo, acercando el marco normativo colombiano a estándares internacionales. En términos generales, el Decreto 1242 buscaba permitir la especialización de los agentes en las diferentes partes del proceso de administración de FIC (gestión, administración, distribución) y facilitar procesos de autorización por familias para riesgos que tuvieran elementos comunes. A su turno, el Decreto 1243 introdujo la figura del custodio en el mercado local, como elemento esencial para la gestión del problema principal-agente en la administración de portafolios,

Gráfico 4. Emisores en el segundo mercado
(Miles de millones; monto emitido*)



* Cifras a junio de 2017. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

dotándolo de mayor seguridad (Maiguashca, 2016).⁴

La medida genera eficiencias para la industria de fondos, ya que permite un mayor aprovechamiento de las economías de escala para cada parte del proceso. Asimismo, la concentración de actores en actividades específicas permite que se desarrollen tecnologías, puesto que se concentran los esfuerzos de innovación en una parte de la cadena y no en toda ella. En adición, la figura del distribuidor alinea los incentivos para que este busque las mejores opciones de inversión para los inversionistas y, de esa manera, cultive una base sólida de clientes generando impactos positivos en términos de competencia en este mercado (Maiguashca, 2016).

En materia de seguridad, la introducción de la figura del custodio no solo acerca el mercado colombiano a estándares internacionales, elemento clave para la internacionalización, sino que además genera confianza entre los inversionistas, ya que busca la protección de los clientes con una separación efectiva de los recursos de estos frente a los del administrador. Esta medida también genera economías de escala, que reducen los costos de transacción de todo el Mercado de Capitales, y obliga a las entidades a contar con condiciones operativas de mayor nivel que les permitan conectarse con los custodios (Maiguashca, 2016).

Cabe recordar que la modificación de la arquitectura de los esquemas de inversión colectiva constituye una de las medidas más importantes para acercar a los inversionistas *retail* (minoristas) al Mercado de Capitales y a invertir en productos especializados en los que de otra manera no habrían podido hacerlo. Esto por cuanto el acceso al mercado de manera individual es a la vez costoso y complejo. El acceso a

“Es fundamental entender que el desarrollo del Mercado no se puede ordenar por decreto y que sin un marco regulatorio propicio para el desarrollo y la innovación no pueden hacerse avances importantes desde el Mercado.”



través de vehículos colectivos distribuye los costos entre varios inversionistas, trasladando las economías de escala del gestor a los clientes. De otro lado, los inversionistas se benefician de la diversificación de riesgos propios de los esquemas colectivos y cuentan con una asesoría especializada que les permite entender mejor sus decisiones de inversión. De esta manera, los FIC son el vehículo natural para atraer el *retail* al Mercado, ya que permiten ampliar la base de inversionistas y la penetración de la industria, con una adecuada gestión del riesgo.

Otras importantes medidas para promover la inversión en los FIC fue la claridad tributaria para que el ingreso de nuevos jugadores en la cadena (ie. administrador, distribuidor) no generara el doble cobro del Gravamen a los Movimientos Financieros y las comisiones no generaran el doble cobro del IVA. Por otra parte, la Superintendencia Financiera de Colombia expidió las instrucciones necesarias para la autorización de las familias de fondos y, en agosto de 2017, anunció

la implementación de una autorización general para FIC de entidades que cumplan con ciertos estándares de operación, lo cual permitirá responder de forma más rápida al mercado y facilitará aún más el desarrollo de esta industria.

Hoy en día, empezamos a ver estos esfuerzos materializarse. De un lado, se ve un claro aumento en la confianza de los inversionistas en estos vehículos (con corte a julio de 2017, había casi 1.6 millones de clientes en los FIC y el monto administrado por estos instrumentos como porcentaje del PIB alcanzó un 10%, ver gráfico 5) y, de otro, se observa la aparición de los primeros modelos de distribución especializada, los cuales tienen un alto componente tecnológico tanto para el desarrollo del negocio como para la prestación del servicio al cliente final.

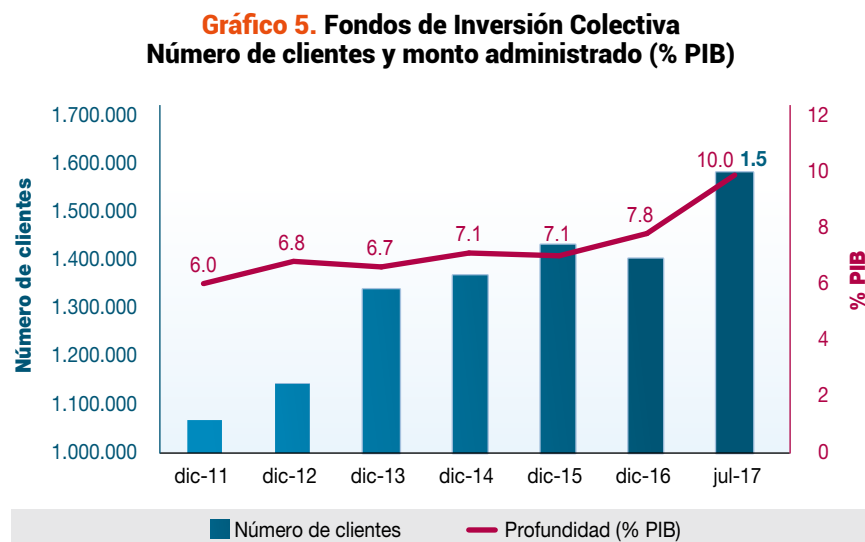
Sin embargo, a pesar de que el esfuerzo regulatorio de los últimos siete años ha empezado a ser utilizado y comienza a evidenciarse su materialización, todavía queda mucho trabajo por hacer.

⁴ Maiguashca, Ana Fernanda. Una visión de la industria de Fondos de Inversión Colectiva en Colombia, 2016. Asofiduciarias. https://www.asofiduciarias.org.co/images/INFORME_FICS.pdf

La industria aún puede sacar mucho más provecho al marco regulatorio vigente, a través del diseño de nuevos productos más ajustados a las necesidades de los clientes y por medio de la innovación y la incursión en modelos de negocios especializados, entre otros.

En la medida en que tengamos un ecosistema más poblado por nuevos jugadores vamos a tener un mercado con mayor competencia y beneficios para todos los participantes. El mercado colombiano tiene aún un enorme potencial de crecimiento y “sacarle más jugo” al marco regulatorio actual es necesario para que alcancemos los niveles de nuestros pares regionales (ver gráfico 6).

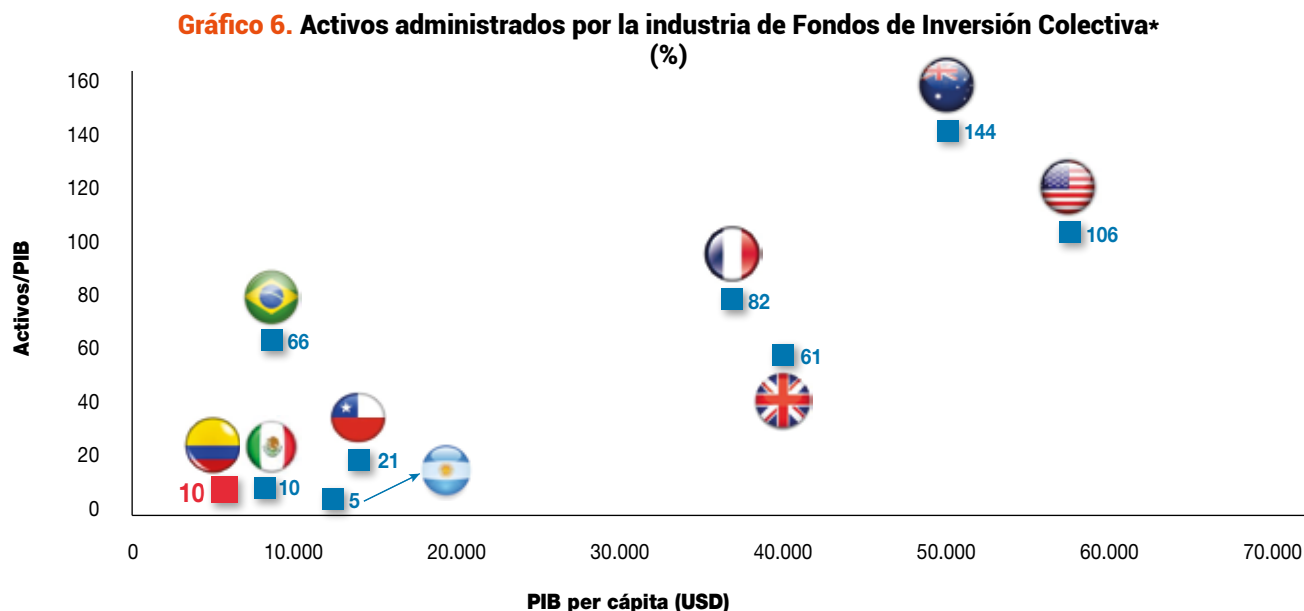
Otras medidas que se adelantaron para favorecer el desarrollo de nuevos productos se dirigieron a flexibilizar y simplificar los procesos de emisión. En esa línea, en 2017, se expidió el Decreto 1422 que establece las reglas para la creación de un prospecto de



Cifras a julio de 2017.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Unidad de Regulación Financiera (URF).

emisión estandarizado, el cual busca que el proceso de emisión se haga de manera automática y electrónica, reduciendo así los tiempos de autorización, los costos de emisión y haciendo más sencilla la comprensión del proceso tanto para emisores como para inversionistas.

También, en 2017 se expidió el Decreto 1178 que flexibiliza las reglas de emisión de títulos de deuda de manera que se puedan realizar emisiones con condiciones no estandarizadas que se ajusten de mejor forma a los subyacentes que se pretende financiar. Por ejemplo, para proyectos que por su



* Cifras al primer trimestre de 2017.
Fuentes: Investment Company Institute, Banco Mundial y Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos Unidad de Regulación Financiera (URF).

estructura no pueden pagar intereses al principio, sino solo al final de la emisión, podrán emitirse bonos con intereses escalonados. Esta modalidad no estandarizada solo podrá ofrecerse a inversionistas profesionales y contará con requisitos de información más estrictos.

Internacionalización e integración regional del Mercado

Finalmente, un elemento transversal para el desarrollo del Mercado es la apuesta por la internacionalización y la integración regional. Si bien la integración en el Mercado de Capitales empezó como una iniciativa privada de las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú materializada en el MILA, en los últimos años los gobiernos de Chile, Colombia, México y Perú se han comprometido en un esfuerzo de integración regional más amplio en el marco de la Alianza del Pacífico.

La Alianza ha promovido avances significativos para converger hacia unos mercados más integrados. En primer lugar, se hicieron ajustes en todas las regulaciones para ampliar los valores que se pueden transar en el MILA y para que se pudieran adquirir valores emitidos en ofertas primarias o en el mercado secundario. En el caso de Colombia, se expidió el Decreto 2241 de 2015 para que se pudieran negociar, además de valores de renta variable, valores de renta fija y derivados estandarizados. De otro lado, se permitió el ofrecimiento local de ofertas públicas autorizadas por supervisores con los cuales la Superintendencia Financiera de Colombia tuviera acuerdos de intercambio de información y protocolos de supervisión. Este tipo de acuerdos y

protocolos están actualmente vigentes con los países de la Alianza.

Adicionalmente, en la pasada Reforma Tributaria, Ley 1819 de 2016, se estableció que los Fondos de Pensiones y Cesantías administrados por sociedades supervisadas por autoridades extranjeras con acuerdos de intercambio de información y protocolos de supervisión vigentes con la Superintendencia Financiera de Colombia tuvieran el mismo tratamiento tributario que los Fondos de Pensiones y Cesantías locales, es decir, no son sujetos del Impuesto de Renta y sus inversiones de portafolio en Colombia no son objeto de retención en la fuente. Cabe recordar que la Alianza del Pacífico tiene 25 Fondos de Pensiones, los cuales administran activos por aproximadamente US\$450 millones (AUM).⁵

Más recientemente, en octubre de 2017, se expidió el Decreto 1756 que permite el ofrecimiento local de Fondos de Inversión que hayan recibido autorización previa y expresa por parte de una autoridad de supervisión que tenga suscritos acuerdos o convenios de intercambio de información y protocolos de supervisión con la Superintendencia Financiera de Colombia. Este es un primer paso hacia la consolidación de un mercado común de Fondos de Inversión (conocido como pasaporte de fondos) que permita la libre comercialización de estos productos entre los inversionistas de los países integrantes de la Alianza.

Estas medidas apuntan a ampliar tanto la base de inversionistas, favoreciendo la entrada de nuevos jugadores, como la oferta de nuevos productos en el mercado local. Trabajar en un proceso de integración regional le permite al Mercado tener una mayor competitividad y visibilidad en el contexto global

y, de esta manera, ser más atractivo para los grandes jugadores internacionales.

Por último, desde 2012 se viene trabajando en una simplificación del régimen de inversión extranjera. Desde el punto de vista tributario, en la Reforma de 2012, Ley 1607, se incorporaron varios ajustes que generaron beneficios claros para la inversión extranjera. Por una parte, se simplificó el régimen de agentes retenedores para los inversionistas de portafolio, de manera que se pudiera calcular el Impuesto de Renta sobre la ganancia o pérdida neta del inversionista. Esto permitió que únicamente se tributara sobre las ganancias recibidas por las inversiones. De otro lado, se estableció que la retención en la fuente en FIC solo se practicara al momento del retiro y no al momento del abono en cuenta, para que las variaciones contables no resultaran gravadas. Posteriormente, en la reglamentación de la reforma se redujo la tarifa de retención en la fuente para los títulos de renta fija de un 7% a un 4% y se generaron reglas más claras en este impuesto.

Desde el punto de vista del régimen de inversión, tanto la industria local como los inversionistas extranjeros en Colombia estaban esperando una modernización de varios aspectos, de manera que se simplificara el procedimiento de inversión en nuestro país. Esta actualización se incorporó en el Decreto 119 de 2017, en el cual se redefinió lo que debe entenderse por Inversión Extranjera Directa y de portafolio, asignando al inversionista un rol más importante para determinar si su inversión tiene

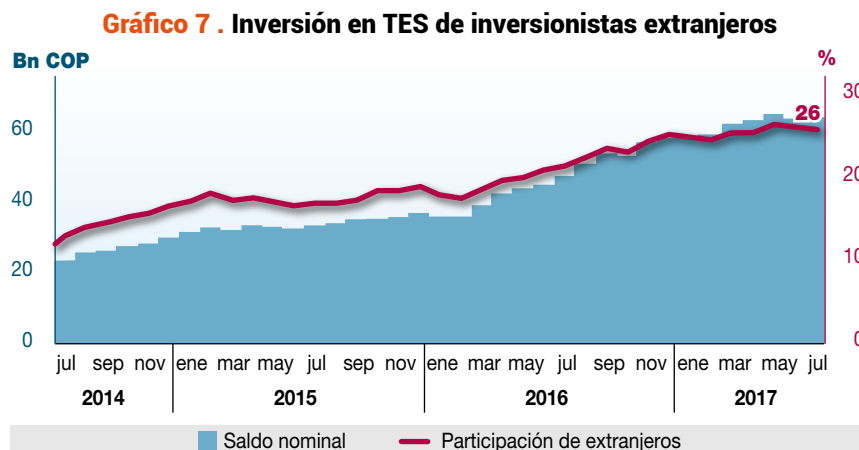
⁵ Fuente: Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP).

ánimo de permanencia y, por lo tanto, es directa, o si, por el contrario, no lo tiene y es de portafolio. Adicionalmente, se simplificó el esquema de registro, eliminando tanto los plazos para realizarlo y, en consecuencia, minimizando los riesgos por posibles sanciones administrativas, como también las modalidades a través de las cuales se puede hacer la inversión. Adicionalmente, se hacen claridades sobre el esquema de representación de los inversionistas extranjeros en el país, permitiéndoles, por ejemplo, fraccionar sus inversiones y tener apoderados diferentes por cada una de ellas.

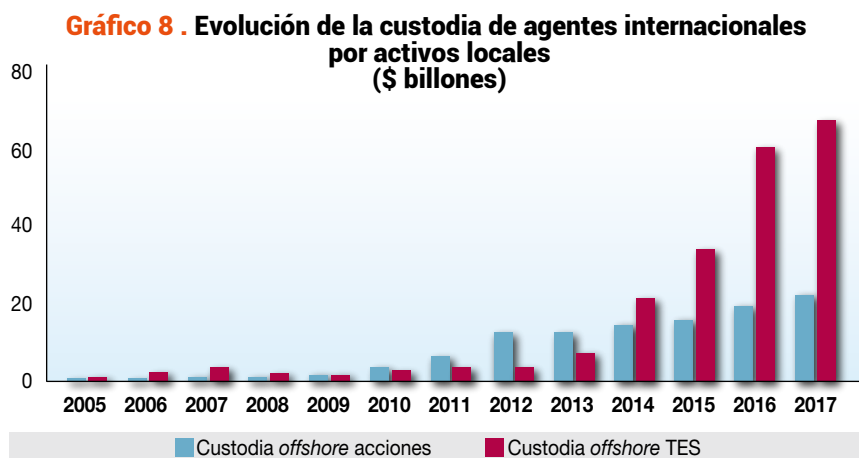
Vale subrayar que la participación de los inversionistas extranjeros ha sido creciente en los últimos años en nuestro mercado local. Los Fondos de Inversión del exterior tienen el 26% de los TES y la custodia de agentes internacionales por activos locales se ha incrementado considerablemente en los últimos dos años, no solo en el mercado de deuda pública, sino también en el de acciones (ver gráficos 7 y 8).

Comentarios finales

Los desafíos hacia futuro no son menores. Muchos de los cambios en el marco regulatorio aún no se han implementado completamente. Hay tareas por hacer tanto por parte de la industria como por parte del gobierno, y para lograr resultados contundentes es necesario continuar trabajando de manera colaborativa. Asimismo, es fundamental entender que el desarrollo del Mercado no se puede ordenar por decreto y que sin un marco regulatorio propicio para el desarrollo y la innovación no pueden hacerse avances importantes desde el Mercado.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Cálculos: Unidad de Regulación Financiera (URF).



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Cálculos: Unidad de Regulación Financiera (URF).

Entre las medidas que se vienen a futuro, quisiera destacar los ajustes al esquema de vehículos de financiación inmobiliaria. Sobre este punto es importante tener en cuenta que la inversión en finca raíz ha sido culturalmente percibida por los colombianos como una inversión segura y rentable. Por esa razón, hacer más eficiente la inversión en vehículos que les permitan a los inversionistas acceder a la propiedad inmobiliaria o a otras formas de derechos sobre activos inmobiliarios, a través de los vehículos y con las seguridades propias del Mercado de Valores, es una estrategia muy valiosa para atraer

masivamente a los inversionistas minoristas colombianos al Mercado de Valores.

Tenemos todos el compromiso de atraer a más inversionistas, especialmente a los minoristas, y a más emisores, incluso a los pequeños y medianos; bajar costos, operando de manera más eficiente; aprovechar la tecnología; diseñar productos ajustados a las necesidades de los clientes; y convertir al Mercado en una alternativa real de financiación y de inversión acorde con el grado de desarrollo de nuestro país, con el fin de contribuir en su proceso de profundización.



Pagos e inclusión financiera



Por: Joaquín Bernal R.¹

Existe un amplio consenso mundial en cuanto a que los servicios de pago son un componente fundamental del conjunto de servicios financieros y que, en la práctica, son la puerta de entrada a aquellos otros servicios (CPMI-World Bank, 2016). Además, los servicios de pago son también instrumentales para la eficiente provisión de los demás servicios financieros y el principal punto de contacto de los bancos con sus clientes.

De allí que la base de los esfuerzos de inclusión financiera en un gran número de países (probablemente incluso en la mayoría) sea el acceso a cuentas transaccionales. La experiencia internacional indica, no obstante, que no basta con el acceso a las cuentas e instrumentos transaccionales. La

clave radica, en última instancia, en el uso efectivo de las mismas (CPMI-World Bank, 2016).

En esta dirección, Colombia ha hecho notables avances en materia de inclusión financiera: más del 76% de los adultos tiene un producto

financiero (73% cuentas de ahorro) contra un 55% en 2006 (Banca de las Oportunidades, 2012 y 2017); ha alcanzado el 100% de cobertura geográfica en servicios transaccionales, a través de oficinas, ATM y corresponsales bancarios; y los pagos electrónicos muestran un crecimiento

¹ Economista y Magister en economía - U. de los Andes, DEA en Economía - U. Paris I (Sorbonne), MPA Harvard University. Actualmente se desempeña como Subgerente de sistemas de pago y operación bancaria del Banco de la República. El autor agradece los valiosos comentarios de Carlos Arango a una versión preliminar de este documento. E-mail: jbernara@banrep.gov.co

superior al 13% en los últimos diez años (estimativos con base en Banco de la República, Reporte de sistemas de pago).

A pesar de lo anterior, aún falta un largo camino por recorrer, en especial porque, como se acaba de señalar, no basta con el acceso a las cuentas. El uso de las mismas está por debajo de las metas deseadas, ya que más del 54% de las cuentas bancarias permanece inactivo (Banca de las Oportunidades, 2017). Asimismo, el uso del efectivo sigue siendo predominante, en especial en los pagos cotidianos de más bajo valor, donde diversos estudios los ubican entre el 92% y el 97% del total.² De esta forma, en nuestro país solo se realizan doce pagos electrónicos por persona al año (contra 46 en Chile, 69 en Suráfrica y 135 en Brasil).

Continuar redoblando esfuerzos por promover el uso de pagos electrónicos tiene sentido desde muchos puntos de vista, por ejemplo, seguridad, transparencia, trazabilidad, recaudo tributario, etc., y en especial por eficiencia. En efecto, el costo social del efectivo es alto. Montoya *et al.* (2017) estiman en un 0.3% del PIB el costo de su manejo para los bancos en Colombia. Schmiedel *et al.* (2012) estiman su costo social, para una

muestra de trece países europeos, en promedio en un 0.49% del PIB, con máximos del 0.76%. Estos mismos autores tasan el costo social del conjunto de instrumentos de pago de los países europeos en un 0.96% del PIB, con máximo del 1.35%, mientras que MasterCard (2013) lleva este último cálculo hasta el 1.5% del PIB.

En consecuencia, la promoción de instrumentos de pago más eficientes puede generar beneficios sustanciales de eficiencia económica. Fedesarrollo (2017) ha estimado que cada incremento del 10% en el uso de pagos electrónicos produce un aumento del 0.08% en el PIB. Montoya *et al.* (2017), por su parte, señalan que efectos multiplicadores y de expansión del crédito podrían elevarlo hasta un 0.2% del PIB.

Pagos, innovación tecnológica y economías de red

La innovación tecnológica y la creciente digitalización han llevado a la sociedad a evolucionar del mundo físico al virtual y, cada vez más, al inmediato. Específicamente en servicios de pago, estas han permitido

pasar de la sucursal bancaria, como eje de la relación con los clientes, a la banca en línea y a la banca móvil con pagos inmediatos (Fernández y Gorjón, 2016).

Como resultado de estas mismas fuerzas, cada vez más emergen nuevos jugadores de otras industrias (plataformas digitales en especial) y *fintechs*, con nuevas propuestas y prácticas operativas. La nueva oferta está centrada en formas de uso más amigables, centradas en el consumidor, en la instantaneidad, a menores costos y con menores fricciones en el proceso. Y en especial, en explotar el activo más valioso de la era digital: ¡la información que se genera en las transacciones comerciales y el consumo!

Para que estas nuevas fuerzas, impulsadas por la innovación tecnológica, contribuyan en forma más determinante a la masificación de los pagos digitales es indispensable la adecuada interoperabilidad entre los proveedores de los servicios de pago (PSP), tanto los tradicionales (bancos) como los nuevos (SEDPEs, *fintech*, etc).

Ello es así porque la industria de pagos es un ejemplo clásico de mercado de redes en el que las economías de escala en la provisión y las externalidades de

² Tres estudios que han abordado sobre bases técnicas el cálculo del porcentaje de pagos en efectivo sobre el total de pagos de la economía son los siguientes: a) Better Than Cash Alliance (2015) estimó que el efectivo cubre el 96.2% de los pagos de los individuos a personas, gobierno y empresas en volumen y el 87% en valor. Las fuentes de BTC son de distintas entidades y fuentes de segunda mano. b) Arango C., Suárez N. y Zárate H. (2017), con base en una encuesta a adultos de cinco ciudades con el apoyo de cuadernillos de pagos típicos con frecuencias semanal, mensual y anual para una muestra de 1.500 adultos, estiman en un 97.7% las compras con pagos en efectivo en transacciones cotidianas de bajo valor. c) Las encuestas publicadas por el Banco de la República, Reporte de sistemas de pagos (varios años, siendo la última en 2017), que están basadas en percepciones donde se les pide a los individuos que ordenen los instrumentos más utilizados en términos de volúmenes de operaciones, de más frecuente a menos frecuente. En el reporte de 2017 se dice que el efectivo es el más utilizado con un 92.4% (89.6% en términos de valores), con base en la proporción de adultos que señalaron el efectivo como el instrumento utilizado con mayor frecuencia. Cabe anotar que este último indicador no elabora propiamente un estimativo cuantitativo del uso de los pagos electrónicos versus el efectivo en términos de número de operaciones, sino que se refiere al número de individuos de la encuesta que señalan hacer un uso más frecuente del efectivo.

red en la adopción y uso de los instrumentos son determinantes. Como resultado de estas, la adición de un usuario añade valor para los otros usuarios e intermediarios de la red. Mientras mayor sea su número, mayor será el número de usuarios que querrá unirse a la red. En la misma línea, mientras más compradores o vendedores usen un cierto instrumento de pago, un mayor número de usuarios tendrá disposición a adoptar dicho instrumento.

Para que las complementariedades puedan ser aprovechadas, es indispensable que los usuarios de los productos y servicios puedan interactuar, para lo cual se requiere que los intermediarios prestadores de dichos servicios, los sistemas y las infraestructuras que los soportan operen bajo estándares compatibles (Kemppainen, 2015) y bajo condiciones de mercado que hagan accesibles los servicios a un amplio espectro de usuarios finales.

El logro de este objetivo requiere un adecuado balance entre cooperación (en estándares, procesos e infraestructuras) y competencia (en instrumentos y clientes finales) entre los PSP. También exige superar problemas de coordinación y la resistencia de intereses establecidos.

La búsqueda del equilibrio entre estas fuerzas contrapuestas es frecuente en la industria de pagos, así como en general en las industrias y mercados caracterizados por economías de red. En ellas es usual que los agentes involucrados enfrenten la disyuntiva de competir “por el mercado” o de competir “en el mercado” (Kemppainen, 2015).

La “competencia por el mercado” está motivada en especial por fuerzas innovadoras, en las que el líder apuesta por “ganar todo el mercado”, o al



“ Hay un claro consenso en cuanto a que la regulación debe propender por promover buenas prácticas de gobierno; la gestión integral de riesgos; la preservación de la estabilidad financiera; la protección al consumidor; el manejo de información y *habeas data*; y el seguro funcionamiento de nuevos y tradicionales proveedores de servicios de pago en condiciones adecuadas de competencia. ”

menos una parte mayoritaria de este. Pero en la medida en que otros competidores adopten la misma estrategia competitiva, proliferarán productos y estándares incompatibles, duplicaciones de esfuerzos e infraestructuras, y subutilización de economías de escala y de red.

Por su parte, la “competencia en el mercado” consiste en una competencia por servicios, productos y usuarios finales entre PSP que comparten infraestructuras y estándares compatibles, bajo principios más cooperativos. Ello facilita explotar los efectos positivos de red. La otra cara de la moneda es que los incentivos a la innovación son menos apremiantes y pueden darse acuerdos (que en algunos casos extremos podrían llegar a ser considerados de carácter colusivo) entre los jugadores tradicionales que inhiben la competencia y el acceso de nuevos competidores.

Ahora bien, la interoperabilidad entre los intermediarios (PSP) puede ser


limitada en la práctica por reglas operativas específicas, requisitos de acceso a los sistemas o incluso por decisiones de fijación de precios. En efecto, esta puede ser limitada por ciertos aspectos del gobierno de las infraestructuras de pagos tales como la clase de agentes que pueden acceder a ella; el tipo de servicios y productos que pueden ser provistos; las condiciones y precios de intercambio acordados entre los intermediarios y con los clientes finales; así como los mecanismos de toma de decisión en los órganos decisorios de las infraestructuras de pago. En particular, los acuerdos sobre tarifas de intercambio entre PSP por la originación y recepción de pagos se destacan en la experiencia internacional como posibles prácticas anticompetitivas que limitan la profundización de los pagos digitales (Allix, 2013).

Todo ello plantea grandes retos para las autoridades públicas y la necesidad de un esfuerzo concertado entre aquellas que atienden diversos aspectos

tos relevantes, tales como regulación financiera (URF-MHCP), supervisión (SFC), comunicaciones (MinTIC y CRT), competencia (SIC), y el banco central, entre otras.

Retos para las autoridades

¿Cómo promover la innovación y la competencia, manteniendo al mismo tiempo un adecuado balance entre seguridad y eficiencia, en un marco de regulación proporcional? ¿Debe la regulación estar basada en principios generales y en servicios o más bien en reglas específicas y en tipos de agentes prestadores de servicios de pago?

Sobre esta materia no hay respuestas definitivas y distintos países han optado por diferentes aproximaciones, de acuerdo con su propio marco legal e institucional y su propia historia. En cualquier caso, hay un claro consenso en cuanto a que la regulación debe propender por promover buenas prácticas de gobierno; la gestión integral de riesgos (tales como los riesgos financieros de crédito, liquidez y de mercado; los riesgos operacionales; y los riesgos de integridad, relacionados con la prevención del lavado de dinero y financiación del terrorismo); la preservación de la estabilidad financiera; la protección al consumidor; el manejo de información y *habeas data*; y el seguro funcionamiento de nuevos y tradicionales proveedores de servicios de pago en condiciones adecuadas de competencia, con el objetivo final de mantener la confianza del público en el dinero y la protección de los recursos depositados en las instituciones financieras y otros proveedores de servicios de pago, en un entorno de amplio acceso e interoperabilidad. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

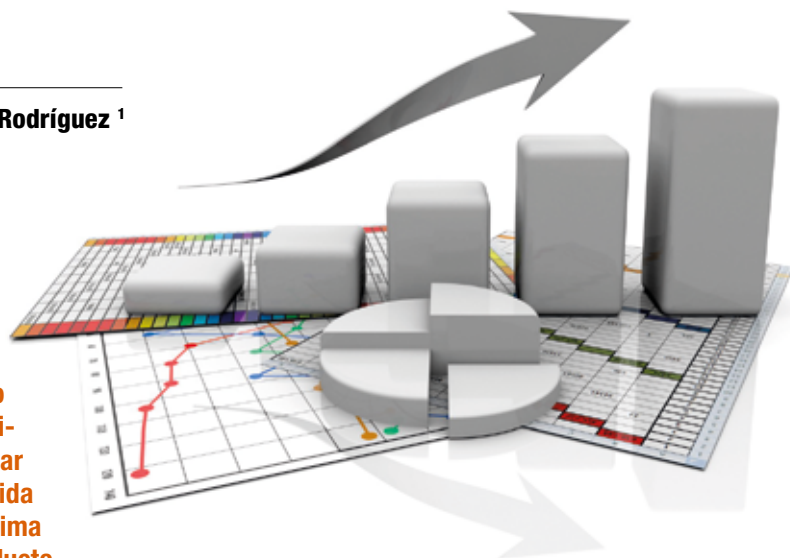
- Allix J. (2013), “History of a Six-Year Debate on Multilateral Interchange Fee for Direct Debit”, *Journal of Payments Strategy & Systems*, Vol. 7, No. 1.
- Arango C., Suárez N. y Zárate H. (2017), “Determinantes del acceso, uso y aceptación de pagos electrónicos en Colombia”, en Asobancaria y BID (editores), *Ensayos sobre inclusión financiera en Colombia*.
- Banco de la República (2017), Reporte de sistemas de pago, varios años.
- Banca de las Oportunidades (2012 y 2016), Reporte de inclusión financiera.
- Better Than Cash Alliance (2015), “Country Diagnostic: Colombia”, BFA bajo la supervisión de Beatriz Marulanda.
- CPMI (BIS)-World Bank (2016), Payment Aspects of Financial Inclusion, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d144.htm>
- Fedesarrollo (2017), “Beneficios potenciales de un incremento en el uso de los medios electrónicos en Colombia”, en “Proyecto F: Diagnóstico del uso del efectivo en Colombia”, S. Castro (ed.), Asobancaria.
- Fernandez y Gorjón (2016), *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, # 30.
- Kemppainen K. (2015), “Competition-Cooperation Nexus in the European Retail Payments Market: Views from a Network Industry Perspective”, *Journal of Payments Strategy & Systems*, Vol. 8, N. 4, Winter 2014-15.
- MasterCard (2013), The Global Journey from Cash to Cashless, <http://www.mastercardadvisors.com/cashlessjourney/>
- Montoya G., Rodríguez N. y Borja W. (2017), “La estrategia interinstitucional para la reducción del uso del efectivo y la masificación de los medios de pago electrónicos”, en *Ensayos sobre inclusión financiera en Colombia*, C. Tamayo y Malagón J. (eds.), Asobancaria y BID, 2017.
- Schmiedel H., Kostova G. y Ruttenberg W. (2012), “The Social and Private Costs of Retail Payment Instruments: a European Perspective”, Occasional Paper Series 137, European Central Bank.

Dinámica reciente y perspectivas del crecimiento potencial en Colombia *

Por: Andrés González, Óscar Valencia, Fernando Arias Rodríguez ¹

I. Introducción

Para efectos de política monetaria, el Producto potencial es la máxima cantidad de bienes y servicios que una economía puede producir sin generar aumentos en la inflación. Cuando el PIB, que es la medida de producción agregada de una economía, está por encima de su valor potencial, se dice que hay una brecha de Producto positiva. La brecha de Producto es un indicador trascendental para el diseño de las políticas fiscal y monetaria. Para la política monetaria es importante, pues al analizar conjuntamente el comportamiento de la inflación y la brecha de producto es posible determinar si el comportamiento de la inflación observada está asociada a presiones de demanda u oferta. Por su parte, para la política fiscal el concepto es relevante para el cálculo del déficit estructural y la implementación de la regla fiscal (ver por ejemplo el Marco Fiscal de Mediano Plazo (2017) del Ministerio de Hacienda)



A pesar de su importancia para el diseño de la política económica, el PIB potencial es una variable no observable y por lo tanto hay que usar técnicas económicas y estadísticas para estimar su valor. Estas técnicas difieren en los supuestos que se usan en la estimación. Por ejemplo, en los modelos estadísticos el PIB potencial se asocia con la tendencia suave del PIB observado. En los modelos económicos se tienen en cuenta relaciones que puedan existir entre el PIB potencial, o la brecha de Producto, y otras variables macroeconómicas.

* Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan el punto de vista del Banco de la República o de su Junta Directiva, ni del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

¹ Los autores son en su orden: Subgerente de Estudios Económicos (SGEE), e-mail: agonzago@banrep.gov.co; Director de Política Macroeconómica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, e-mail: oscar.valencia@minhacienda.gov.co; y profesional Experto, DEPE-SGEE, e-mail: fariasro@banrep.gov.co

Una forma común de calcular el PIB potencial es mediante el método de la contabilidad del crecimiento. En este método se supone que la producción de toda la economía se puede caracterizar a través de una relación matemática que combina el Producto con el acervo de capital físico, la mano de obra y la productividad de los factores (PTF). La PTF recoge el Producto que no obedece directamente a cambios en el capital y/o el trabajo. En esta metodología, los insumos de capital y trabajo se estiman en sus valores no inflacionarios. En particular, el capital se calcula multiplicando el acervo de capital de la economía por la capacidad instalada tendencial, mientras que el empleo es igual a la proporción de la oferta laboral potencialmente ocupada (Ver Torres (2007), págs. 4-7 para una explicación detallada de esta metodología).

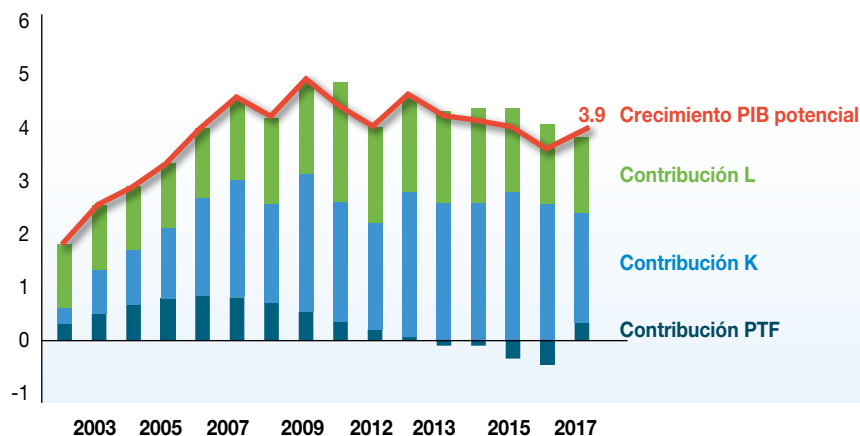
En esta nota presentamos los resultados de una estimación del PIB potencial para Colombia y se hace un análisis prospectivo de la capacidad productiva potencial de la economía para los próximos cinco años.

- En el período 2002-2014 la tasa de crecimiento del Producto potencial fue del 4.1%, del cual el 2.1% se explica por el crecimiento del capital físico, un 1.6% por el crecimiento del empleo y un 0.4% por el crecimiento de la productividad. Hay varias razones que explican el positivo comportamiento del capital durante este período. Entre ellas están el alto precio del petróleo, los bajos precios en dólares de los bienes de capital importados, la

apreciación del peso colombiano y un entorno de bajas tasas de interés externas acompañadas de bajas primas externas riesgo-país y de mercado.

El acervo de capital físico creció en todos los sectores de la economía, como se puede concluir del comportamiento de la inversión agregada y sectorial, y no solo en el sector de minas y canteras. El gráfico 2 muestra la inversión de los

Gráfico 1. Resultados de un ejercicio de contabilidad del crecimiento para Colombia, 2002-2017

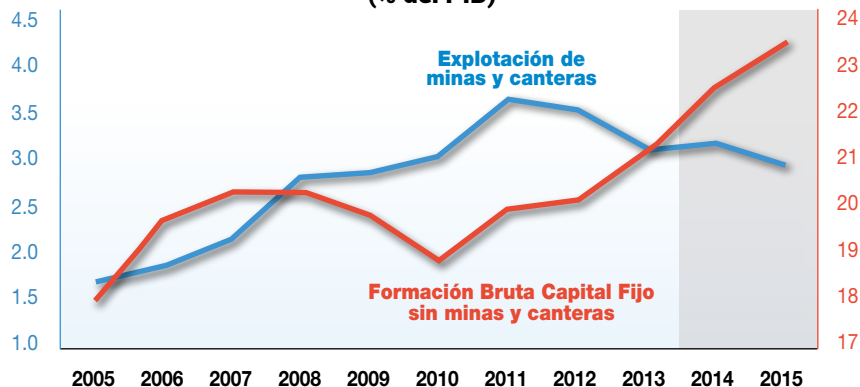


Fuente: elaboración de los autores.

III. ¿Qué explica la evolución reciente del Producto potencial en la economía colombiana?

Con el método de la contabilidad del crecimiento es posible calcular el PIB potencial, su tasa de crecimiento y hacer una descomposición de esta entre los distintos factores productivos. El gráfico 1 presenta la descomposición del crecimiento potencial de Colombia para el período 2002 – 2017. Los resultados del ejercicio se analizan para los siguientes dos subperíodos: 2002-2014 y 2015-2017.

Gráfico 2. Inversión como % PIB Sector minas y canteras y resto de sectores (% del PIB)



Nota: la zona sombreada corresponde a la época enmarcada por el fin de los altos precios de los commodities.
Fuentes: Dane y cálculos Banco de la República.

distintos sectores como proporción del PIB entre 2005 y 2015. Como se puede ver, la participación de la inversión en el sector de minas y canteras pasó del 1.7% en 2005 al 3% en 2015, y la del resto de sectores pasó del 18% al 23.5%. La inversión agregada pasó del 19.7% al 26.4% en igual período.

Por su parte, el comportamiento del empleo observado se explica por un aumento del 2.1% entre 2002 y 2014 en la tasa global de participación y una disminución en la tasa de desempleo, que pasó del 13.6% en 2002 al 9.1% en 2014. Cabe anotar que la tasa de desempleo estructural, o NAIRU, que es consistente con una inflación estable, disminuyó significativamente durante este período (ver al respecto Arango *et al.* (2013) y García *et al.* (2014)). Finalmente, la Productividad Total de los Factores experimentó un crecimiento positivo desde 2002 hasta 2008, aunque su tendencia creciente cesó a partir de 2008, cuando comenzó un proceso de declive que culminó en 2014, mo-

mento en el cual su participación se volvió negativa.

- El período 2015-2017 se caracterizó por un ritmo de crecimiento potencial decreciente y cercano al 3.8% en promedio. El crecimiento negativo de la productividad, la desaceleración de la tasa de crecimiento del capital y del empleo explican este resultado. La disminución del precio del petróleo y su efecto negativo sobre el ingreso nacional y el encarecimiento de los bienes de capital importados (ver gráfico 3), los cuales se incrementaron casi un 30% de septiembre de 2014 a junio de 2017, afectaron el ritmo de inversión y la evolución positiva de los factores productivos.

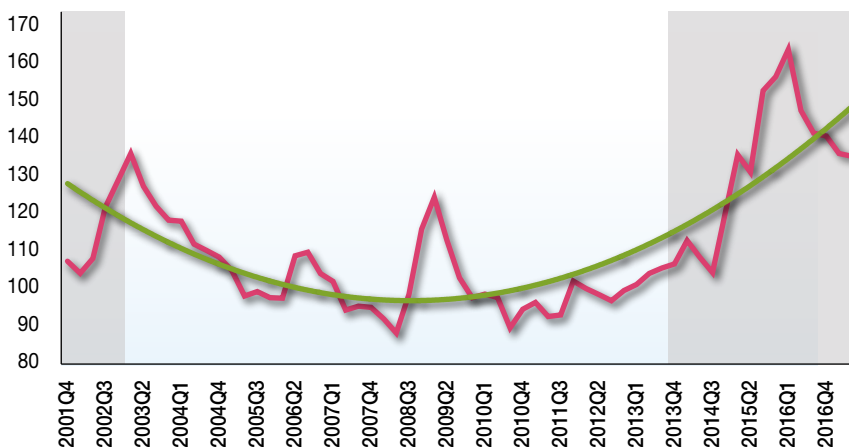
III. ¿Qué podemos esperar del crecimiento potencial?

Luego de la abrupta caída de la inversión desde 2014, la cual pasó de crecer al 13% en 2014 a decrecer a un



“ Si se tiene en cuenta que en los próximos años podrían verse mayores efectos asociados con el agotamiento del bono demográfico y el envejecimiento de la población, las políticas encaminadas a mejorar la productividad son más que apropiadas. ”

Gráfico 3. Índice de precios de bienes de capital importados en pesos



Nota: las zonas sombreadas corresponden a períodos de bajos precios del petróleo.
Fuente: cálculos Banco de la República.

ritmo del 2.8% en 2016, se espera una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión hacia un promedio del 3.3% anual para los próximos cinco años [FMI-WEO, 2017]. Este crecimiento de la inversión es consistente con un mundo de menores precios de los *commodities* y tiene en cuenta el efecto de la Reforma Tributaria, del programa Colombia Repunta, y la construcción de las vías 4G [Lanau *et al.* (2017), pág. 11].

Con respecto al factor trabajo, se podría esperar una disminución en el número de personas ocupadas. Esto se debe fundamentalmente a la dinámica de crecimiento de los distintos grupos poblacionales y al comportamiento de la tasa de desempleo. De acuerdo

con las estadísticas poblacionales del Dane, el crecimiento de la población en edad de trabajar caería en 6pb en los próximos cuatro años, situándose en un 1.3% para 2020, mientras que la tasa de dependencia² crecería casi 100pb hasta llegar al 12.9% en el mismo período de tiempo. Bajo este escenario, se pronostica que de 2017 a 2020 la Población Económicamente Activa crezca a tasas menores (1.2% en promedio) que la población en edad de trabajar (1.3% en promedio)³, lo que causaría que la Tasa Global de Participación se ubique por debajo de sus niveles tendenciales. Con una tasa de desempleo de largo plazo entre un 7% y un 9%, la tasa de crecimiento de las personas potencialmente ocupadas sería en promedio de un 1.9% en los próximos cuatro años.

A partir de los anteriores cálculos se espera que el crecimiento del PIB potencial llegue al 3% hacia 2021.⁴ Mejoras en la productividad aumentarían esta estimación. Es posible que los proyectos de infraestructura de las 4G y el dividendo de la paz aumenten la productividad. Las ganancias en productividad podrían aportar al menos 3pb adicionales al crecimiento potencial durante los próximos cinco años.

Otras fuentes de crecimiento de la productividad

Una forma de incrementar la productividad agregada es a través de la generación de condiciones para que el mercado laboral facilite el acceso y difusión de tecnologías y se reduzca la mala asignación de los recursos.

Para cuantificar las ganancias en productividad por la reasignación de recursos entre sectores productivos se utiliza la metodología de Rodrik y

McMillan (2011), quienes definen la productividad como el cociente entre el valor agregado en términos reales dividido por la cantidad de empleados tanto a nivel agregado de la economía como sectorial.⁵ Con esta técnica, el crecimiento de la productividad sectorial es la suma de dos partes: la primera se relaciona con los cambios en la dinámica del valor agregado, la cual se denomina variación intrasectorial, y la segunda, que se denomina cambio estructural, cuantifica las ganancias (pérdidas) en productividad por los movimientos de la mano de obra de sectores menos (más) productivos a sectores más (menos) productivos.

Con esta metodología la productividad total creció un 2.3% en promedio entre 2002 y mediados de 2014. Este resultado se explica fundamentalmente por la evolución del componente intrasectorial que creció un 1.6% anual durante el período. El cambio estructural también tuvo una contribución positiva aunque menor.⁶ El aumento en la productividad asociada a este componente está relacionado con la movilización de mano de obra de los sectores menos

productivos hacia los sectores de mayor productividad. Al respecto, el panel a. del gráfico 4 muestra la correlación entre los cambios en la participación del empleo y la productividad sectorial para todos los sectores económicos; y en el panel b. se presenta lo mismo pero para el caso en el que se excluyen los sectores de minas y servicios públicos.

Como se puede apreciar en el gráfico 4 a. y b., los sectores de minas y servicios públicos, que son intensivos en capital, son los más productivos. Si se eliminan estos dos sectores de la muestra, puede verse que los sectores más productivos experimentaron variaciones positivas en su participación laboral. Específicamente, el empleo se movió de sectores como agricultura y servicios comunales hacia sectores más productivos como intermediación financiera, construcción y transporte. A partir de 2014, la reasignación del empleo se siguió dando pero entre otros sectores. En particular, el empleo se trasladó de los sectores de comercio y agricultura hacia transporte e industria (gráfico 4, panel d.).

² La tasa de dependencia es definida en este documento como el cociente entre la población mayor de 65 años y la población entre 15 y 64 años de edad.

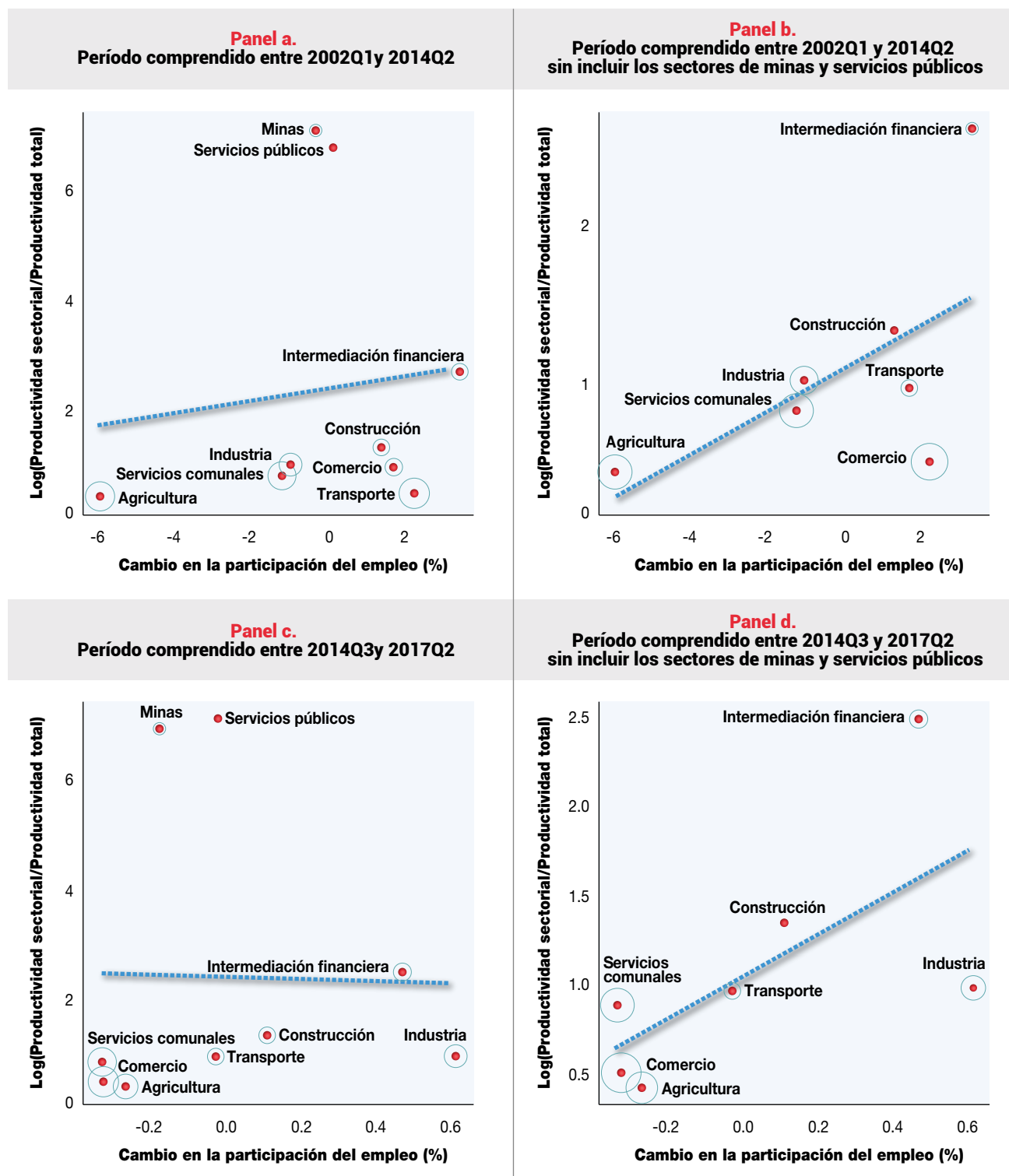
³ Cuando se analiza la información por grupos de edad de las estadísticas poblacionales del Dane, se encuentra que las tasas de crecimiento más altas se dan en los grupos de mayor edad, quienes pertenecen a la población económicamente inactiva. En efecto, la población de 65 o más años crecerá para 2020 en promedio un 11.1% anual. Por otro lado, para los grupos de 25 a 45 años, un rango de edad que participa activamente en el mercado laboral, su tasa de crecimiento es del 4% anual hasta 2020.

⁴ Estos cálculos suponen que la participación del empleo en el Producto es 0.6 y que esta se mantiene constante.

⁵ En esta técnica, la PTF puede diferir de la que se obtendría del ejercicio de la contabilidad del crecimiento en parte por la medida de Producto empleada y los otros supuestos usados en esa técnica.

⁶ En términos de la metodología, un signo positivo en este componente se asocia con movilizaciones de mano de obra de los sectores menos productivos hacia los sectores más productivos, mientras que lo contrario ocurre cuando el signo es negativo.

Gráfico 4. Correlaciones entre la productividad sectorial y cambios en la participación del empleo en Colombia



Nota: el tamaño del círculo representa la participación del empleo de cada sector dentro del total de empleo para el trimestre inicial de cada subperíodo.
Fuentes: Dane y cálculos Banco de la República.



Otra fuente de reasignación laboral que aumenta la productividad agregada es la transición del trabajo informal hacia el formal. Perry *et al.* (2007) muestran que la productividad del trabajo informal es baja. Como se puede ver en el gráfico 5, entre 2009 y mediados de 2017, en la mayoría de los sectores productivos el empleo formal creció y el empleo informal decreció.

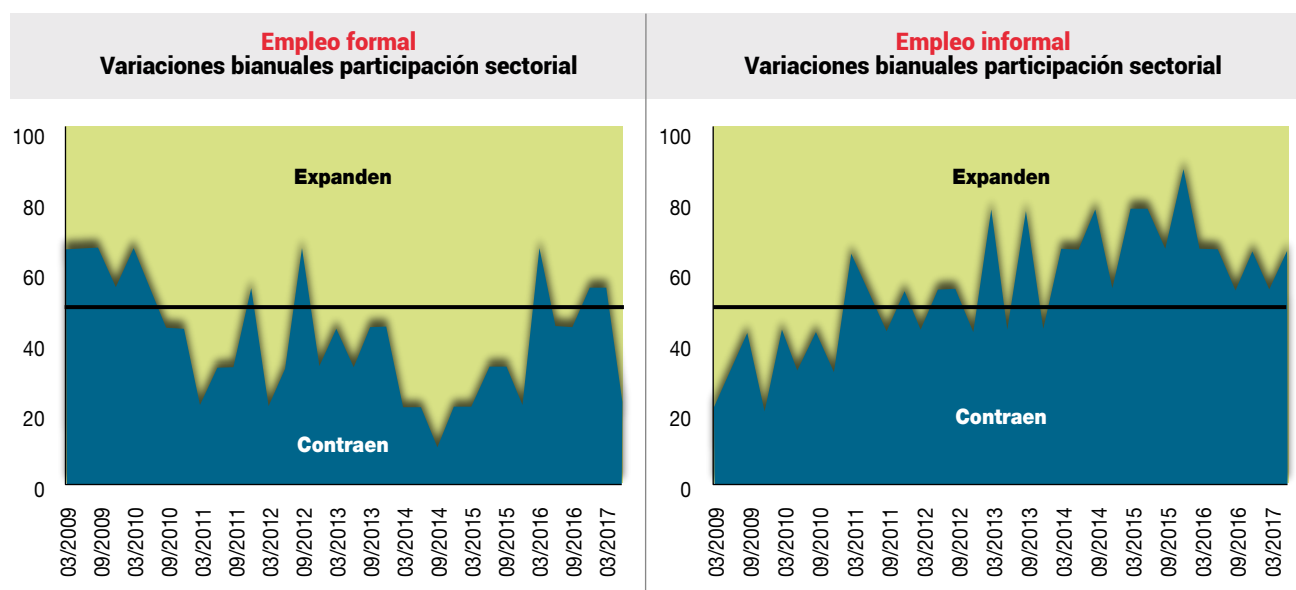
En conclusión, durante el período 2002-2017 se dieron ganancias en productividad significativas por la reasignación del empleo hacia sectores más productivos y hacia fuera de la informalidad. Estos resultados

son indicativos de las ganancias en productividad que podrían resultar de una mejor asignación de los recursos productivos. Vale la pena anotar que estos cálculos de productividad no controlan por la productividad marginal del capital y es posible que mejoras en la asignación del capital favorezcan la productividad total de la economía. En un cálculo reciente de las ganancias en productividad asociadas a la mejor asignación de los recursos productivos hecho por el FMI para Colombia se indica que estas ganancias en productividad son del orden del 0.3% [IMF Country Report (2017), pág 32].


IV. Conclusiones

La década de 2000 fue enmarcada por un buen desempeño macroeconómico interno y externo, lo cual favoreció ampliamente el crecimiento del PIB potencial. La acumulación de capital y el buen desempeño del factor trabajo contribuyeron de forma importante. Adicionalmente, la contribución de la Productividad Total de los Factores fue positiva pero baja. La contribución de la productividad en el crecimiento potencial de la economía colombiana fue del orden del 0.4%. Un cálculo similar para las economías desarrolladas de la OECD indica que la contribución promedio de la productividad para estas economías es del 1% anual. Si se tiene en cuenta que en los próximos años podrían verse mayores efectos asociados con el agotamiento del bono demográfico y el envejecimiento de la población, las políticas encaminadas a mejorar la productividad son más que apropiadas.

Gráfico 5. Índice de difusión de las variaciones bianuales en la participación sectorial en el empleo



Nota: la línea horizontal negra demarca el 50%. Valores por encima (debajo) de dicha línea implican que para más del 50% de los sectores económicos la variación en el empleo es negativa (positiva).
Fuente: Dane y cálculos Banco de la República.

Vale la pena resaltar que el comportamiento del mercado laboral fue fundamental para explicar el alto crecimiento potencial observado. Entre 2004 y 2017 la mayor participación laboral y la disminución de la tasa de desempleo de largo plazo de la economía jugaron un papel determinante. Asimismo, la disminución de la tasa de informalidad y el flujo del empleo informal a formal y de sectores de baja a alta productividad tuvieron un impacto significativo sobre el crecimiento del PIB potencial. Es de esperar que reformas laborales que aumenten la flexibilidad del mercado de trabajo y que disminuyan los costos del empleo formal puedan fomentar esta dinámica. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arango L.E., García A. & Posada C.E., Inflación y desempleo en Colombia: NAIRU y tasa de desempleo compatible con la meta de inflación (1984-2010), Reportes del Emisor, Banco de la República, 2013.

García F., Ramos L. & Llanes M.C., La NAIRU en Colombia cae y se acerca a tasas de un dígito, Observatorio Económico Colombia, BBVA Research, 2014.

International Monetary Fund, Colombia Selected Issues, IMF Country Report No 17/139, May 2017.

Lanau S., Roldós J. & Rodríguez-Delgado D., Potential Growth in Colombia, Mimeo.

McMillan M. & Rodrik D., Globalization, Structural Change and Productivity Growth, NBER Working Paper No 17143, 2011.

Perry G., Maloney W., Arias O., Fajnzylber P., Mason A. & Saavedra-Chanduvi J., Informality, Exit and Exclusion, The World Bank, 2007.

Torres J.L., "La estimación de la brecha de Producto en Colombia", *Borradores de Economía*, No 462, Banco de la República, 2007.

**PARA TENER UNA INFORMACIÓN
DE ANÁLISIS COMPLETA Y OPORTUNA
SUSCRÍBASE A LOS SIGUIENTES
INFORMES ECONÓMICOS**

PUBLICACIONES MACROECONÓMICAS

Revista Carta Financiera (Trimestral)
Informe Semanal (48 entregas)
Encuesta Repo Central (8 entregas)
ALI (Mensual)
Guía Empresarial (Trimestral)

PUBLICACIONES SECTORIALES

Informe de Comercio Exterior (Semestral)
Riesgo Industrial (Anual)
RASEC Informe
Sector Construcción (Mensual)
Mercados Industriales (Anual)
Riesgo en el Comercio (Anual)

PUBLICACIONES PYME

Revista Coyuntura Pyme (Trimestral)
Mercados Pyme (Anual)

INFORMES

Asociación Nacional de Instituciones Financieras - ANIF
Calle 70 A No. 7-86 · Teléfonos: (051) 307 3295
Línea gratuita 01 800 0119907

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



El ciclo del crédito y el “efecto acordeón” *

En física, el “efecto acordeón” hace referencia a una situación en que fluctuaciones de un cuerpo en movimiento generan disrupciones sobre elementos que habrán de sobrevenir posteriormente. Esto es especialmente cierto en procesos no lineales y, a veces discontinuos, como los que ocurren también en los ciclos financieros marcados. La analogía es útil si imaginamos que el acordeón en cuestión está animando una fiesta financiera que podría terminar abruptamente sin butaca para que todos puedan sentarse nuevamente, tal cual lo relataba Blinder (2013) al referirse a la crisis hipotecaria que dejó al sector financiero global postrado durante el prolongado período 2008-2013.

Si bien el actual ciclo de sobreendeudamiento por el que atraviesa Colombia (2014-2018) no parece que fuera a replicar un “efecto acordeón” marcado, sí consideramos que los ciclos de la política monetaria contracíclica que ha venido aplicando nuestro Banco Central (con relativo éxito)

estarán generando ajustes importantes, cuya magnitud aún es incierta. El movimiento del “fuelle expansivo” del sector real (2010-2014) fue bastante marcado y el del “fuelle contractivo” de la política monetaria (2015-2016) fue corto pero igualmente significativo (+275pb en la repo).

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1391 del 27 de noviembre de 2017.

El marcado deterioro en los términos de intercambio de este último período le ha restado impulsos fiscales a la economía equivalentes al 3% del PIB (de un total presupuestal cercano al 24% del PIB). Todo esto conforma un entorno de sobreendeudamiento (40% del PIB en deuda externa; o 52% del PIB en deuda pública; o 40% de deuda de los hogares respecto de su ingreso disponible) en medio de una pérdida de crecimiento hacia el 2% real anual (2016-2018) y repunte del desempleo hacia la franja 9%-9.5% (promedio anual).

Además, a medida que la liquidez global inicia su contracción y la tasa repo del Fed se perfila hacia un 2.5% al cierre de 2018, la tensión financiera se irá sintiendo con mayor profundidad. De allí la importancia de examinar la “amplitud del fuelle financiero” de Colombia en esta fase de 2016-2018.

Endeudamiento y transmisión crediticia en Colombia

Durante 2016-2018, el sector financiero colombiano enfrentará grandes desafíos por cuenta de: i) una desaceleración del PIB-real hacia un crecimiento potencial de solo un 3% anual vs. un histórico del 4.5% (ver *Informe Semanal* No. 1384 de octubre de 2017); ii) aumento del desempleo (hacia un 9.4% en promedio anual en 2017-2018), especialmente en las zonas urbanas (donde ha estado promediando un preocupante 11%), las cuales concentran el grueso de la exposición de la cartera; y iii) deterioro de la calidad de la cartera a niveles del 4.5%, pero que al añadirle los castigos alcanza un 8.6%, no muy diferente del pico que se tuvo en la crisis de Lehman de 2008-2009.

Esta problemática se ha visto agravada por la lenta transmisión de la política monetaria hacia la crediticia en el caso de los hogares, lo cual se explica por la elevada contratación a tasa fija (un 85% de la cartera) y la ampliación de los plazos (pasando de 3 a casi 5 años), ver *Comentario Económico del Día* 16 de noviembre de 2017.

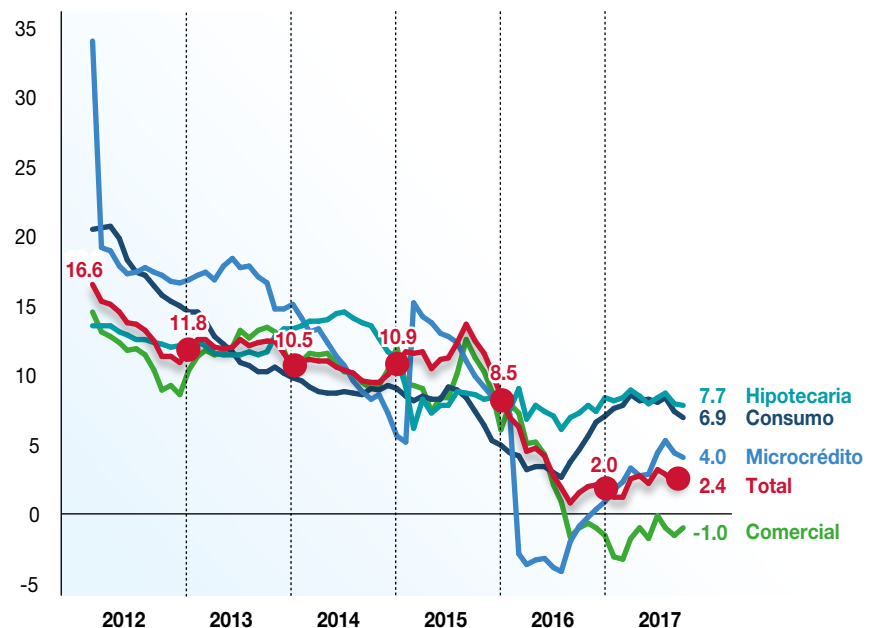
El período 2014-2017 ha sido de sobreapalancamiento global y Colombia no ha sido la excepción. En efecto, durante este tiempo la relación cartera crediticia/PIB escaló rápidamente del 40% hacia el 48% y solo recientemente se han visto señales de moderación hacia un 47% (como cifra probable al cierre de 2017). La buena noticia es que dicha cartera ha venido exhibiendo un “aterrizaje crediticio suave”, mostrando ahora expansiones del 2.2% real anual (vs. los excesos del 15%-20% real de años anteriores).

En buena medida ello obedece a los aumentos de +275pb en la tasa-repo del Banco de la República (BR) durante el período 2015-2016, como ya lo explicamos.

Ahora bien, ese repliegue crediticio ha ocurrido de forma más clara y rápida en la cartera corporativa, la cual ahora se contrae a ritmos del -1.6% real anual (ver gráfico 1). Por el lado de la demanda, esto ha tenido que ver con la debilidad económica local, donde Colombia ha completado doce meses creciendo por debajo del 2%, y con la incertidumbre empresarial generada por el proceso de paz y las inacabadas reformas tributarias (tras la Ley 1819 de 2016 y con expectativa de otra más en 2018).

Dicho lo anterior, cabe esperar un mayor deterioro de la cartera de consumo durante 2017-2018. Por ejemplo, al analizar las cosechas de créditos más jóvenes (ver

Gráfico 1. Evolución de la cartera bruta + leasing
(Variación % real anual, septiembre de 2017)



Fuentes: Superfinanciera y Titularizadora Colombiana.

gráfico 2), se observa un inesperado empujamiento del indicador de calidad, bordeando morosidades del 10%. Si bien estos niveles son inferiores al 14% observado en 2009-2010, es una alarma que debe monitorearse con cuidado.

Por fortuna, en la actualidad la banca cuenta con elevados niveles de solvencia (15.6% en septiembre de 2017) y sus provisiones superan el 5.4% de la cartera bruta, similares a los de 2009, y donde el componente contracíclico ha empezado a ganar terreno. La mala noticia es que el monto de las provisiones extraordinarias (casi \$6 billones) en cabeza de las firmas conlleva un gran esfuerzo adicional respecto del ciclo crediticio (referidas a Ruta del Sol II, Electricaribe y sistemas de transporte masivo a nivel territorial), ver *Comentario Económico del Día* 27 de septiembre de 2017.

¿Por qué la lentitud del canal crediticio y qué hacer?

Como vimos, el ciclo contractivo de la política monetaria suele transmitirse de forma más rápida en la cartera comercial debido a que: i) estos créditos se otorgan principalmente a DTF/IBR + *spread*; y ii) tienen alta rotación (plazos cortos cercanos a 2 años). Prospectivamente, las rebajas en la tasa-repo del BR (-275pb durante diciembre 2016-octubre de 2017) deberían propiciar un moderado rebote de esta cartera a lo largo de 2018.

Por el contrario, la cartera de consumo ha venido mostrando una “sospechosa” aceleración hacia el 6.9% real anual a septiembre de 2017 (vs. 4.6% un año atrás). Esto va a contrapelo del deterioro en el desempleo urbano (bordeando un 10.9% en el año corrido a septiembre, +0.7% anual) y del mal

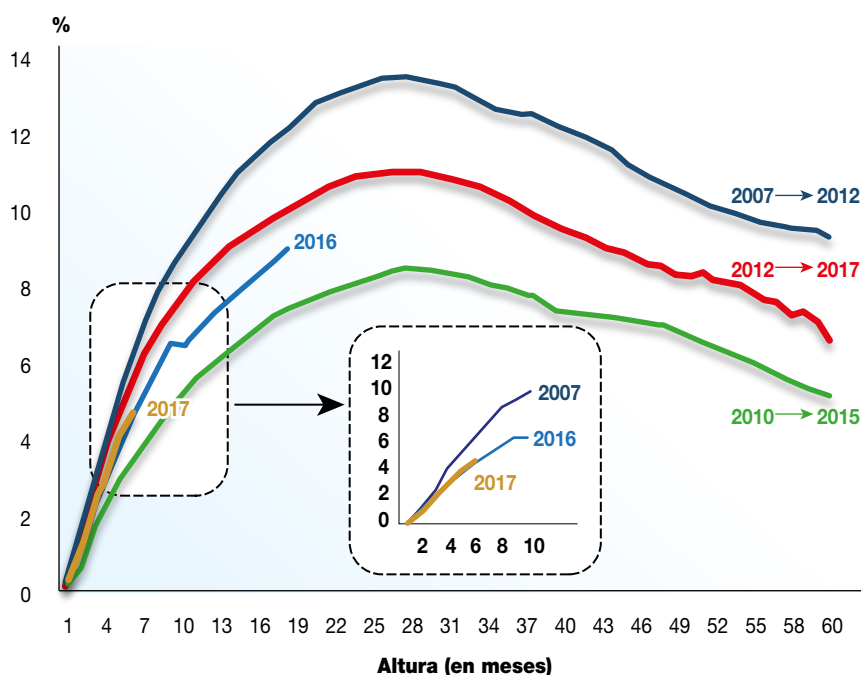
comportamiento del Índice de Confianza del Consumidor (-11 vs. +12 histórico). Esto solo se explica por una combinación de “complacencia” de los bancos con los deudores (el consabido “*evergreen effect*”) y/o de una estrategia de mantener la participación del mercado bancario.

Es claro que en el caso de la cartera de consumo, la transmisión de la política crediticia ocurre con menor velocidad debido a: i) un fenómeno de “*stickiness*” de la tasa de interés, ya que cerca del 85% de los créditos se pacta a tasa fija; ii) un aumento del riesgo de crédito como resultado de la tendencia bajista del ciclo; y iii) los mayores horizontes de plazo en estos préstamos, habiéndose extendido de los tradicionales 2-3 años hasta casi los 5 años. Si bien el castigo regulatorio de la Superfinanciera (bajo la forma de mayores provisiones a plazos que superen los 6 años) ha empezado a moderar esta peligrosa práctica, la verdad es que ella aún “no muerde lo suficiente”.

Esta coyuntura de alzas en el desempleo urbano, deterioro de la cartera y baja transmisión de la política monetaria es especialmente preocupante para el servicio de la deuda de unos hogares que se encuentran en el pico histórico de endeudamiento. En efecto, el grado de apalancamiento, medido como la relación [Cartera Consumo + Cartera Hipotecaria]/(Ingreso Disponible) bordea el 40%, su pico histórico (ver gráfico 3), primordialmente afectado por el incremento del endeudamiento en consumo (27% del ingreso disponible actualmente vs. 13% en 1997) frente a los descensos en la hipotecaria (12% actualmente vs. 20% en 1997).

Si el BR ha venido recortando su tasa repo en -275pb y no está a mano la política fiscal contracíclica, ¿qué

Gráfico 2. Indicador de Calidad de la Cartera por Cosechas (Consumo, agosto de 2017)



Fuente: Superfinanciera.

más se puede hacer para morigerar el deterioro en la calidad de la cartera? La Superfinanciera estuvo analizando lo ocurrido con el “credit crunch” observado en Europa durante 2008-2014. Allí el European Banking Authority produjo lineamientos generales para el manejo de la cartera en problema (NPLs), enfatizando su aplicación de forma integral, dado el hecho “sobreviniente” de la crisis global pos-Lehman. Para ello se focalizó en los casos de refinanciación de deudores con moras tempranas o aquellos que, por cuenta de la crisis, podrían ver comprometidas sus obligaciones futuras.

En Colombia se cuenta ya con reglas bien definidas sobre procedimientos a seguir en caso de problemas crediticios, que llevarían a la situación de “reestructuración crediticia”, siendo su disparador determinadas alturas de mora y causando costos bancarios de provisiones y reportes a las centrales de riesgo. Colombia, a diferencia

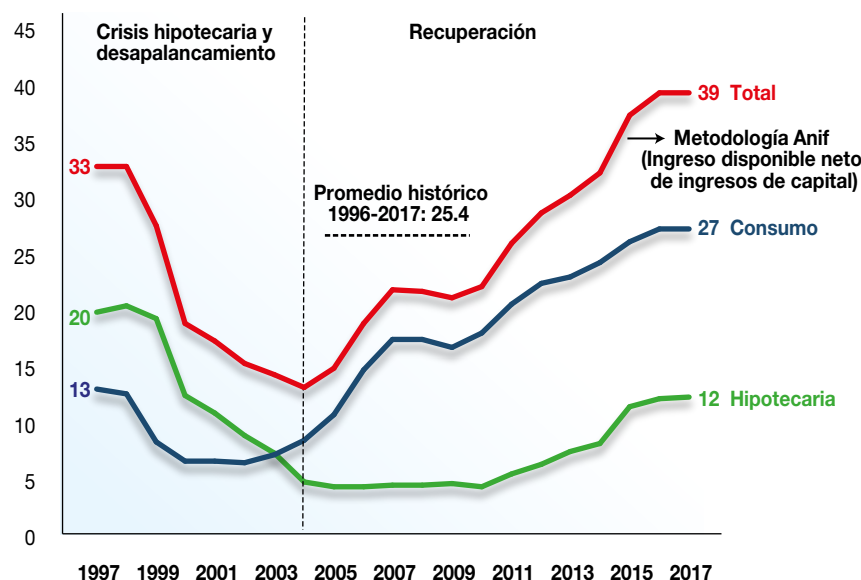


de Europa, difícilmente podría argumentar un “hecho sobreviniente” para entrar a cambiar las reglas del juego crediticio, especialmente cuando se disfruta de una calificación de riesgo-país dos peldaños por encima del “grado de inversión”.

Sin embargo, la Superfinanciera abrió, a través de la CE 026 de 2017, una opción que operaría antes de

alcanzarse el umbral de tiempos de vencimiento que llevarían a la situación de “reestructuración crediticia”, la cual entró en vigor en noviembre. Veamos entonces cómo juega esta opción frente a los instrumentos existentes de manejo del ciclo bajista.

Gráfico 3. Grado de apalancamiento de los hogares
Stock deuda hipotecaria y consumo/Ingreso disponible
(%, a septiembre de 2017)



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera y Dane.

i. Reestructuración

Este mecanismo, contenido en el Capítulo II de la Circular Básica Jurídica y Financiera de la Superfinanciera, es la forma como bancos y deudores enfrentan la morosidad de la cartera, permitiendo modificar las condiciones originales del crédito, pero reconociendo la materialización del riesgo de crédito del deudor. Bajo este escenario, ello conduce a una recalificación a la baja de la obligación, una marcación del deudor ante centrales de riesgo y la correspondiente provisión bancaria. Es una medida costosa para los bancos y seguramente de difícil “normalización” para el deudor.

ii. Compra de cartera

La posibilidad de prepagar cualquier obligación financiera ha generado espacio para que las entidades financieras compitan por clientes a través de la compra de cartera. Este mecanismo es beneficioso para el banco que facilita

recursos para el prepago, pues se ha evitado el costo del otorgamiento crediticio y logra ampliar su “porción de mercado”. Sin embargo, en épocas de deterioro macroeconómico, como las actuales, este mecanismo se torna lento.

iii. Swaps IBR

El mercado del IBR tiene la ventaja de ser un mejor indicador del costo de fondeo del mercado monetario. El *swap* IBR permite la conversión de obligaciones pactadas de tasa fija a tasa variable, para aprovechar la coyuntura de bajas tasas de interés (ver *Comentario Económico del Día* 12 de septiembre de 2017). El problema de este mecanismo es la falta de profundidad de dicho mercado en Colombia.

iv. Renegociación

La Superfinanciera expidió la CE 026 de 2017, la cual permite modificar las condiciones originales del crédito (tasa y plazo) sin que dicho ajuste sea considerado una reestructuración. Las modificaciones podrán realizarse de forma voluntaria por iniciativa de la entidad o a solicitud del deudor y no constituye un derecho adquirido. Contrario a algunas interpretaciones (como la de la calificadora Moody's), la norma no modifica ninguno de los criterios que determina la cartera vencida, ni su calificación de riesgo de crédito y, por ende, tampoco afecta las provisiones que ya están constituidas de acuerdo con esa definición.


La novedad yace en que la renegociación del crédito permitirá poner especial atención sobre aquellos deudores que presentan una mora temprana (mora consecutiva que no supere los 60 días para microcrédito-consumo o los 90 días para comercial y vivienda). Incluso la norma es es-

tricta al limitar el período de cura y en la toma de acciones ante situaciones de incumplimiento durante el período de monitoreo especial (si se incurre en 30 días de mora, automáticamente se reconoce como reestructurado).

Se estima que cerca de 600.000 créditos podrían beneficiarse con esta figura. Si consideramos que actualmente la cartera con mora temprana alcanza los \$4.5 billones (principalmente concentrada en cartera de consumo y comercial), el indicador de calidad de cartera podría llegar a disminuir en cerca del 0.4%, bajando del actual 4.5% hacia el 4%. Esto último suponiendo que solo un 40% de la cartera con mora temprana efectivamente es renegociado y “saneado”.

Sin embargo, queda por aclarar cómo en esta etapa temprana se manejarán los conceptos de “pérdida esperada”, por ejemplo, cuando un crédito renegociado logre reducir la tasa de interés (fija y a 5 años) de un 14% hacia un 11% (supo-

niendo que se transmite totalmente en reducción en tasa, y no en ampliación del plazo, una suma similar al recorte ya realizado por el BR). Como el “diablo está en los detalles”, la Superfinanciera deberá explicarles a las calificadoras cuál fue el hecho sobreveniente para tal accionar de las partes, donde claramente no estamos hablando de “riesgos sistémicos” (... aún).

Sería deseable, por ejemplo, que dicha renegociación resulte en mejores condiciones en las tasas de interés de los créditos (en línea con las demás tasas de mercado) y no únicamente extendiendo el plazo de la deuda (sin amortizar a capital). Esto con el fin de evitar que, a futuro, una mayor tensión financiera encuentre a los hogares con mayores niveles de apalancamiento, dadas las bajas amortizaciones a capital. Se trata, en últimas, de que en esta fase del “fuelle contractivo crediticio” los hogares le bajen “al son”, pero sin que tengan que salir de la fiesta para el velorio. 



El debate sobre crecimiento potencial de la economía colombiana *

Anticipar los puntos de giro del crecimiento potencial de una economía resulta fundamental para poder operar apropiadamente la intensidad de las políticas contracíclicas, tanto en el frente monetario como fiscal. En el caso particular de Colombia, la cifra de crecimiento potencial “alimenta” directamente la llamada “brecha de Producto” (= crecimiento del PIB-real vs. su crecimiento potencial). Esta brecha, a su vez, es un insumo clave de la conocida Regla de Taylor, la cual guía en buena medida las actuaciones del Banco de la República (BR), y también es un insumo de la Regla Fiscal (Ley 1473 de 2011), la cual usa el Comité Asesor Fiscal a la hora de evaluar la desviación que se habrá de permitir presupuestalmente respecto del “déficit estructural”.

En este sentido, ha resultado muy oportuno que el BR, bajo el liderazgo del codirector Ocampo, hubiera tenido a bien organizar recientemente un debate académico sobre las diferentes formas de calcular el



crecimiento potencial de la economía colombiana. Aunque en el pasado Anif ha expresado su visión coincidente con el equipo técnico del BR, en el sentido de que probablemente dicho potencial se ha reducido del 4.5% anual histórico (2005-2015) hacia cerca de un 3% anual (como promedio quinquenal del período 2015-2020), nos sorprendió ver la discrepancia de enfoques.

Mientras que el MHCP-BR enfatizaban los enfoques de función de producción tipo Cobb-Douglas

(donde los insumos de crecimiento poblacional y de inversión resultan determinantes), Anif enfatizó la importancia de tener un conocimiento sectorial detallado que permitiera (ojalá) anticipar (no simplemente corroborar *ex-post-facto*) dicha desaceleración económica estructural. En particular, llamábamos la atención sobre cuán útil hubiera sido conocer durante 2010-2013

* Corresponde al *Informe Semanal* No. 1384 del 9 de octubre de 2017.

la incidencia sectorial del minero-energético (y también su impacto sobre las brechas externas y fiscales) para así haber dimensionado a tiempo (durante 2014-2015) la difícil situación macroeconómica que se le avecinaba a Colombia durante 2016-2020 por cuenta del fin del súper ciclo de *commodities*.

El otro mensaje que también nos parecía fundamental dejar allí era la poca utilidad que tienen los modelos econométricos altamente inerciales (tipo filtros ARIMAX o Hodrick-Prescott), pues son pobres en sus tareas de anticipación de los hechos y poco imaginativos en su descripción histórica.

Como veremos en esta nota, nuestra visión es que los enfoques de crecimiento sectorial y la calidad de la inversión productiva (especialmente en infraestructura) son elementos mucho más determinantes a la hora de medir la caída en el potencial de crecimiento de Colombia que los enfoques agregados de funciones de producción o Utilización de la Capacidad Instalada. *De hecho, son estos enfoques sectoriales los que permiten entender el estancamiento mismo de la productividad multifactorial y su negativo impacto sobre el agro, la industria y el fracaso en la diversificación exportadora de Colombia (donde aún en 2016-2017 el 70% de la canasta continúa siendo commodities y con una pobre relación*

externos), de tal manera que se tenga una adecuada visión sobre el apalancamiento de la economía y el papel de la productividad multifactorial. Aquí presentamos algunos resultados de nuestro tradicional enfoque de “capital incremental”, también conocido como el *Incremental Capital Output Ratio* (ICOR), y su incidencia sobre la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF).

Nuestros resultados sugieren que la relación inversión/PIB de Colombia estará promediando un 28% durante el período 2017-2018. Los problemas de baja productividad de esa inversión (más “*penthouses*” en edificaciones improductivas que en obras de infraestructura) se reflejarán en “apalancamientos” de bajo crecimiento potencial en la franja 2%-3% anual durante el quinquenio 2015-2020. Ahora bien, luce bastante probable que, durante el siguiente quinquenio (2020-2025), la economía colombiana logre recuperar su PIB-potencial hacia la franja 4%-5% anual por cuenta de los positivos efectos que tendría la mejor dotación de infraestructura (incluyendo avances en la diversificación exportadora) y algunos progresos marginales provenientes del posconflicto y de la mejor dotación para el agro y la industria exportadora (ver *Informe Semanal* No. 1335 de octubre de 2016).

“Nuestros resultados sugieren que la relación inversión/PIB de Colombia estará promediando un 28% durante el período 2017-2018. Los problemas de baja productividad de esa inversión se reflejarán en apalancamientos de bajo crecimiento potencial en la franja 2%-3% anual durante el quinquenio 2015-2020.”

Dada la magnitud del negativo choque externo sufrido por Colombia durante 2014-2016, inclusive superior en términos relativos al de la Gran Depresión (1929-1933) según el propio Fedesarrollo, también nos sorprendió que una posible conclusión de los enfoques de funciones de producción es que la caída en el potencial del crecimiento del PIB-real obedeciera, por ejemplo, principalmente al descenso en el crecimiento poblacional (bajando históricamente del 1.5% anual hacia crecimientos cercanos al 1% en la actualidad).

Exportaciones Bienes y Servicios/PIB que ha descendido en 3pp del PIB hacia un pobre 12%).

En suma, Anif se inclina más por los enfoques de conocimiento detallado “artesanal-sectorial”, recalcando más la importancia de hablar y conocer la visión de los empresarios que mueven la inversión, que la sofisticada y “escéptica econometría”. Además, este enfoque de oferta sectorial debe poderse cotejar y complementar con el de la demanda (consumo de los hogares + inversión productiva +/- drenajes

Capital incremental y la condición inicial de inversión

La “condición inicial” de la inversión en capital fijo para crecer a tasas en el rango 3%-4% anual se cumplió durante los períodos 1975-1984, 1990-1994 y 2000-2014 (ver cuadro 1). En cambio, dicha condición no se logró satisfacer durante los períodos 1985-1989,

Cuadro 1. Condiciones de inversión para iniciar crecimientos del PIB-real del 3% y el 4% por año

Períodos	Crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) (1)	¿Es (1) > 3% real?	¿Es (1) > 4% real?
1975-1979	5.8	Sí	Sí
1980-1984	5.0	Sí	Sí
1985-1989	1.8	No	No
1990-1994	10.1	Sí	Sí
1995-1999	-8.6	No	No
2000-2004	8.3	Sí	Sí
2005-2009	10.9	Sí	Sí
2010-2014	9.0	Sí	Sí
2015-2016	-0.9	No	No
2017-2018*	3.7	Sí	No

* Proyecciones Anif.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

1995-1999 y 2015-2016, creciendo entonces Colombia por debajo de ese rango del 3%-4% anual.

En efecto, durante la década de los años ochenta, la tasa de crecimiento de la inversión en capital fijo fue muy baja, promediando tan solo un 1.8% anual en 1985-1989. Posteriormente, la década del noventa se caracterizó por: i) un período de auge de la inversión a ritmos del 10% anual en 1990-1994, desatado por la apertura económica de inicios de la década, llevando la FBKF hacia el 25% del PIB en 1994 (satisfaciendo el requisito de inversión antes mencionado); y ii) un período de contracciones de la inversión del -8.6% anual en 1995-1999, por cuenta de la crisis hipotecaria de finales de la década, descendiendo la FBKF hacia el 20% del PIB en 1999.

Tras dicha crisis hipotecaria de 1998-1999, la economía colombiana entró en

una fase de franca recuperación, donde la inversión logró expansiones del 8%-11% anual en 2000-2014, disfrutando de la fase ascendente del súper ciclo de *commodities*. Ello permitió que la relación FBKF/PIB pasara del 14% en el año 2000 a máximos históricos del 29% en 2014, consolidando crecimientos del PIB-real incluso del 5% anual.

Sin embargo, el fin del auge minero-energético puso en evidencia las fragilidades estructurales de la economía colombiana, llevando la FBKF a contracciones promedio del -0.9% anual en 2015-2016, afectada en parte por el menor ritmo de inversión petrolera (la cual pasó de superar los US\$8.000 millones en 2014 a promediar cerca de US\$4.000 millones en 2015-2016). En línea con esto, los niveles de inversión descendieron hacia el 27% del PIB en 2016, nivel insuficiente para lograr apalancar crecimientos al menos del 3% anual.

Dado lo anterior, cabe preguntarse: ¿qué esperar para el futuro próximo en materia de cumplimiento de la “condición inicial” de inversión para apalancar crecimientos del 3%-4% anual? Para el período 2017-2018 proyectamos un crecimiento promedio de la FBKF del 3.7% anual, retornando hacia el 28% del PIB. Lo anterior implica que se estaría cumpliendo la condición inicial de inversión, lo cual permitiría que el PIB-real de Colombia creciera a tasas cercanas al 3% anual en dicho período. Así, según el modelo de capital incremental, el crecimiento de mediano-largo plazo del país estaría bordeando el 3% en 2017-2018, manteniéndose todavía por debajo de los niveles potenciales del 4%-4.5% del período 2005-2015.

Sostenibilidad de la inversión y aceleración del crecimiento

El cuadro 2 ilustra cómo Colombia logró cumplir dicha condición durante los períodos 1975-1979, 1985-1994 y 2005-2014. Sin embargo, después del fin del súper ciclo de *commodities* en 2014, la economía colombiana aún no parece ser capaz de sostener crecimientos del 3% anual.

En efecto, durante 2015-2016 el ICOR registró valores de 11.9. Ello implicaba que la relación FBKF/PIB debía ascender a un 35.8% para poder crecer a tasas del orden del 3% anual. Sin embargo, la propensión media a invertir tan solo alcanzó un 28% del PIB, lo cual resultó insuficiente para sostener dicho nivel de crecimientos del PIB-real. Cabe mencionar que haber crecido a tasas más cercanas al 4% anual hubiera requerido llevar la relación inversión/PIB hacia el 50% en el período de análisis.

Cuadro 2. Condiciones de inversión para sostener crecimientos del PIB-real del 2% y el 3% por año

Períodos	Propensión media a invertir (FBKF/PIB) (1)	Razón incremental Capital-Producto ICOR (2)	2% real		3% real	
			Inversión requerida (2) x 2% real (3)	Condición de sostenibilidad (FBKF/PIB) _t ≥ (FBKF/PIB) _{t-1} ≥ (3)?	Inversión requerida (2) x 3% real (4)	Condición de sostenibilidad (FBKF/PIB) _t ≥ (FBKF/PIB) _{t-1} ≥ (4)?
1975-1979	20.7	4.1	8.3	Sí	12.4	Sí
1980-1984	23.0	11.6	23.2	No	34.8	No
1985-1989	21.0	5.2	10.3	Sí	15.5	Sí
1990-1994	20.9	5.0	9.9	Sí	14.9	Sí
1995-1999	21.0	11.8	23.6	No	35.4	No
2000-2004	16.0	5.8	11.7	Sí	17.5	No
2005-2009	22.7	6.7	13.4	Sí	20.1	Sí
2010-2014	27.1	6.1	12.2	Sí	18.4	Sí
2015-2016	28.0	11.9	23.9	Sí	35.8	No
2017-2018*	27.9	14.0	27.9	Sí	41.9	No

* Proyecciones Anif.
Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Infortunadamente, para el período 2017-2018 se proyecta un escenario similar al de 2015-2016. En efecto, se estima que el ICOR registraría valores de 14 en dicho período, nivel insuficiente para sostener crecimientos del 3% anual. Nótese que ello requeriría que la relación inversión/PIB se incrementara hacia el 42%, y nuestros cálculos sugieren que esta se mantendría alrededor del 28%. Todo parece sugerir que la economía colombiana tan solo lograría sostener crecimientos cercanos al 2% anual durante 2017-2018, en línea con las proyecciones de Anif del 1.8% para 2017 y del 2.3% para 2018.

Conclusiones

Hemos visto cómo el análisis del crecimiento potencial de la economía resulta crucial para la política económica. Una buena manera de estimar dicho crecimiento es usando modelos

sectoriales que miran la inversión y su productividad a través del ICOR.

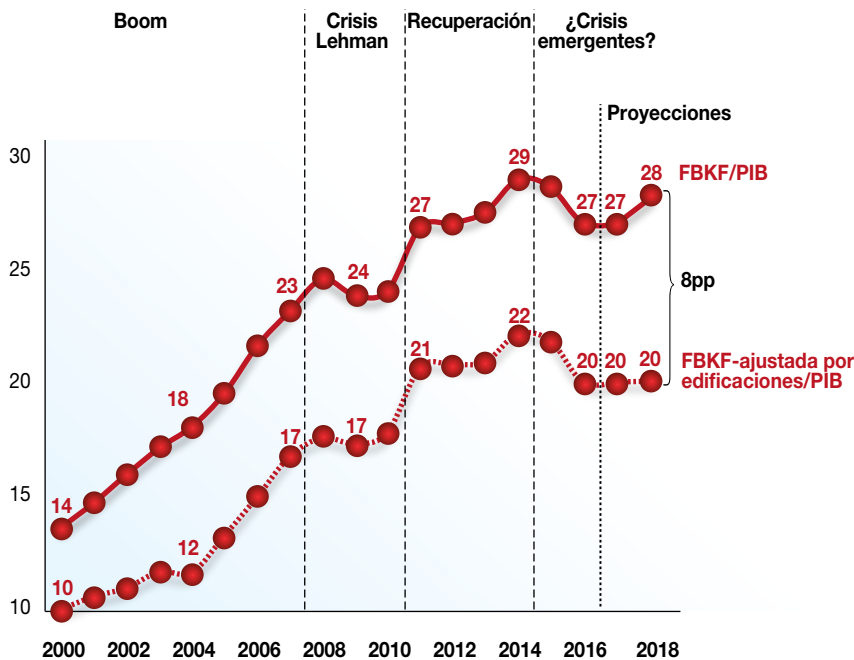
Los resultados de este modelo para Colombia revelan que, aunque los crecimientos de la FBKF en algunos lapsos del período 1975-2016 han permitido registrar crecimientos sostenidos del 4% anual, ello no ha sido posible después del fin del súper ciclo de *commodities* en 2014. En efecto, durante 2015-2016 el crecimiento promedio del PIB-real fue tan solo del 2.5%, con contracciones en el sector minero-energético del -3.2% y débiles desempeños tanto en la industria (+1.6% sin refinación) como en el agro (+1.5%), afectados por los lastres estructurales de competitividad que les han impedido aprovechar la corrección del desalineamiento cambiario.

Para 2017-2018, las estimaciones sugieren que Colombia estará creciendo a tasas más cercanas al 2% anual, dado que los niveles de inversión se mantendrán cerca del 28% del PIB.

Para lograr crecer siquiera a tasas del 3% anual, el país requeriría que la relación FBKF/PIB se incrementara hacia un 42%. Ello solo será posible en la medida en que se hagan las reformas estructurales que disminuyan el Costo Colombia, atrayendo mayores capitales y/o a través de una mejora sustancial en la productividad multifactorial (lo cual implicaría un descenso marcado en el ICOR).

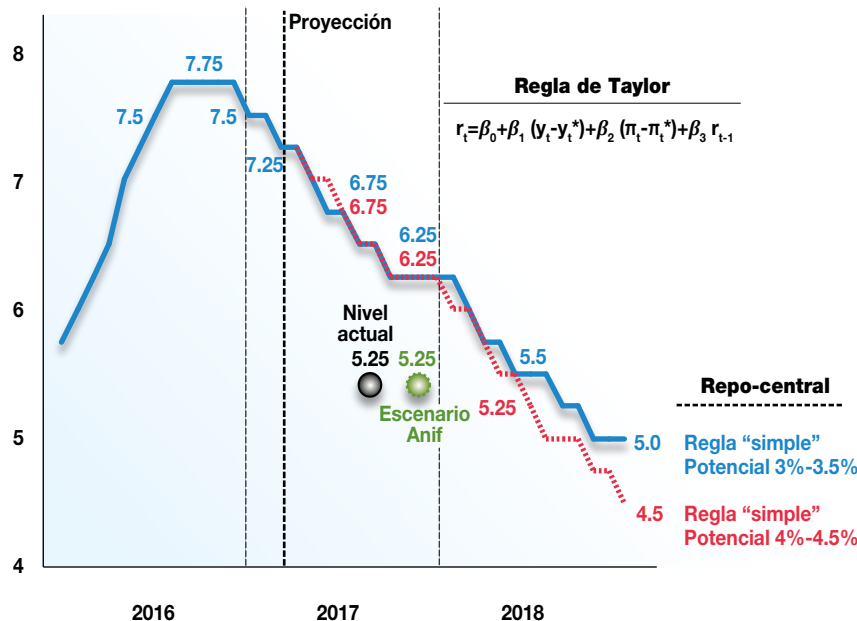
Nótese en el gráfico 1 cómo, al ajustar la inversión (neteándola del componente de edificaciones), la razón FBKF-ajustada/PIB muestra un descenso del actual 27% hacia solo el 20%. Esto ilustra el doble daño que le hizo la Enfermedad Holandesa a Colombia, pues la apreciación cambiaria no solo afectó la diversificación exportadora, sino que redirigió los recursos de inversión hacia una “burbuja hipotecaria” (2014-2017, afortunadamente no apalancada en el crédito hipotecario), en vez de haber alimentado la inversión productiva en

Gráfico 1. Colombia: Relación FBKF total y ajustada por edificaciones (% del PIB, 2000-2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**Gráfico 2. Proyecciones Anif de la repo-central en marzo de 2017
Efectos del ajuste de menor crecimiento potencial (%)**



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

infraestructura de transporte durante 2010-2015.

La próxima administración del período 2018-2022 tendrá que adelantar importantes reformas estructurales para apoyar mejoras en la productividad multifactorial. En particular, deberá impulsar: i) una reforma tributaria que grave más fuertemente a las personas naturales, tal como lo proponía la versión original de la Ley 1819 de 2017 (ver *Informe Semanal* No.1347 de enero de 2017), y elimine toda una serie de exenciones a las firmas (especialmente zonas francas) y en la estructura del IVA; ii) una reforma laboral que flexibilice el mercado laboral y reduzca los costos no salariales (actualmente representando en promedio un 48% del valor de la nómina); iii) una aceleración en la ejecución de las obras de infraestructura 4G, fuertemente afectadas por problemas de gestión y corrupción en diversos proyectos; y iv) una reforma pensional que reduzca los inequitativos subsidios del régimen público de Colpensiones, la cual de haberse adoptado una década atrás hoy permitiría estar financiando cerca del 1% del PIB al posconflicto (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-repensional0917.pdf>).

Por ultimo, es clave tener en el radar el negativo efecto que estará jugando sobre la llamada Regla de Taylor la pérdida en el potencial de crecimiento económico de Colombia, disminuyendo el espacio para políticas contracíclicas por parte del BR. En efecto, actualmente la brecha del Producto se ubica en un -1.2% (= 1.8% crecimiento - 3% nuevo potencial de crecimiento económico). Esta cifra antes hubiera bordeado un -2.7% (= 1.8% crecimiento - 4.5% antiguo potencial de crecimiento), lo cual implica que el BR tiene menos espacio para impulsar su política monetaria contracíclica (ver *Informe Semanal* No. 1353 de marzo de 2017).



Mercado de swaps-IBR: oportunidades y desafíos *

A diez años de la crisis de Lehman, los riesgos de liquidez de muy corto plazo han pasado a jugar un papel primordial. De allí que, en los mercados globales, hayan ganado importancia los sistemas de cobertura del mercado monetario y los esquemas de prepago a través de los llamados *swaps*.

En particular, hoy se monitorea detalladamente el diferencial entre la tasa de interés del mercado interbancario global (Libor) y la tasa de cobertura del OIS (*Overnight Indexed Swap*). Esta última corresponde a “la pata fija” de un *swap* contra un promedio geométrico de una tasa variable *overnight* (usualmente referida a la repo del Fed de Estados Unidos). Dicho de otra forma, el *spread* Libor-

OIS captura la diferencia en repago de deuda de un préstamo fijo a tres meses vs. un préstamo “recalibrado día-a-día” mediante el *roll-over* de la deuda (capturado por la tasa OIS). Recordemos que esta ha sido la concreción de lo que el mismo Greenspan proponía desde su llegada a la presidencia del Fed a finales de los años ochenta (ver Mullaby 2016, *The Man Who Knew*).

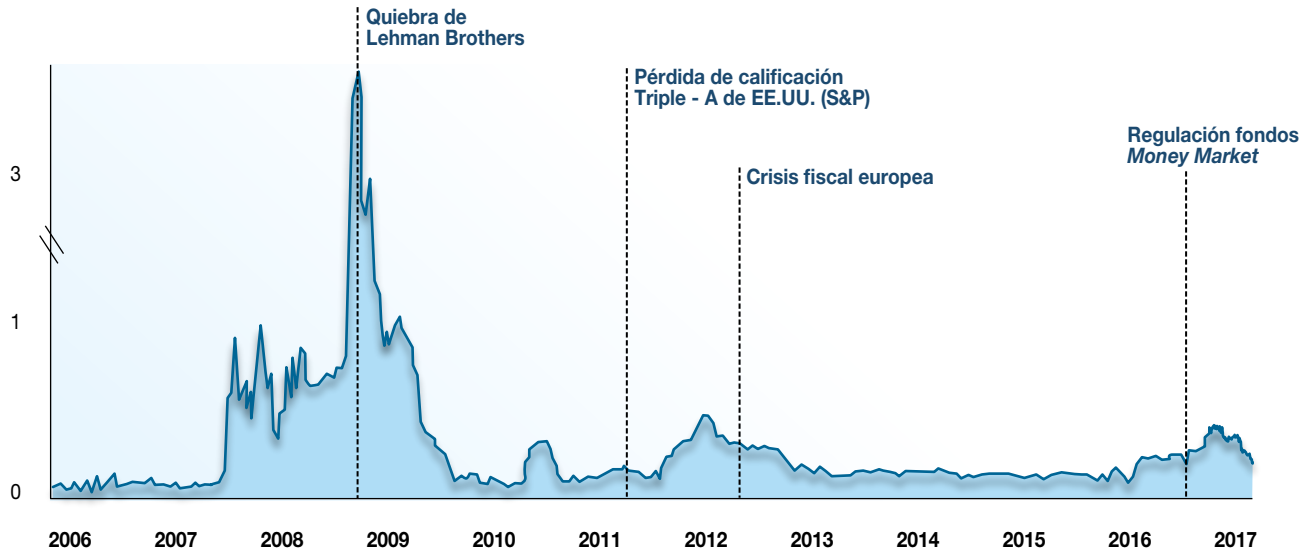
El gráfico 1 muestra cómo dicho *spread* Libor-OIS rondaba valores de solo 10pb durante la complacencia financiera pre-Lehman, estallando hacia niveles récord de 350pb en lo peor de la crisis de 2008-2009. También hubo tensiones menores durante: i) agosto de 2011, con la pérdida de la calificación crediticia triple-A de Estados Unidos a manos de S&P;

ii) mediados de 2012, en lo peor de la crisis fiscal de la Zona Euro; y iii) al cierre de 2016, dada la nueva regulación de los fondos del *money market* (incluyendo el congelamiento de retiros de recursos y la prohibición de fijar la unidad del fondo en valores fijos de US\$1, ver <https://www.wsj.com/articles/new-rules-on-money-market-funds-what-investors-need-to-know-1448852606>).

En Colombia, los OIS han tomado la forma del *swap* de formación del IBR, siendo la punta fija las expectativas del sistema financiero para las tasas de interés a 1 y 3 meses

* Corresponde a *Enfoque* No. 93 de septiembre de 2017.

**Gráfico 1. Curva spread Libor-OIS
(%, 2006-2017)**



Fuente: elaboración Anif con base en Wall Street Journal.

(el IBR reportado por el sistema financiero). La parte variable corresponde al resultado de componer el IBR-*overnight* durante la vigencia de la operación (ver *Enfoque* No. 70 de marzo de 2013).

Este mercado del IBR tiene la ventaja de ser un mejor indicador del “costo” del fondeo en el mercado monetario, ya que los bancos ofrecen y toman dinero a las tasas de interés que se forman en dicho mercado. Nótese que esto no ocurre con la DTF, pues esta se calcula como un promedio ponderado de la remuneración que reconocen todos los establecimientos de crédito a los CDTs para el plazo de 90 días, pero ellas no incluyen “apuestas de dinero” sobre la ventanilla del Banco Central.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el mercado de *swaps* sobre tasas de interés en Colombia, prestando especial atención al naciente mercado de *swaps*-IBR. Describiremos su funcionamiento y operaciones, así

como sus montos negociados. Por último, plantearemos la importancia de lograr incrementar los montos negociados en dichos *swaps*-IBR; esto con miras a lograr una mayor transmisión de la política monetaria hacia las tasas activas.

El mercado local de *swaps*-IBR

El desarrollo del segmento de *swaps*-IBR en Colombia ha ido de la mano de la consolidación del IBR como tasa de interés de referencia del mercado monetario colombiano. Ello obedece a que el esquema de formación de dicho indicador, específicamente para los plazos a 1 y 3 meses, está sustentado en la cotización de un *swap* de tasa de interés en la modalidad fija-variable (ver *Contraparte* No. 5 de junio de 2014). Allí ha sido fundamental la creación del OIS sobre el IBR, el cual constituye un gran

avance para el desarrollo de curvas de valoración de activos y el diseño de instrumentos de cobertura sobre tasas de interés.

La Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) ha jugado un papel de vital importancia en la mitigación del riesgo de contraparte de estas operaciones. Dicha entidad actualmente compensa-liquida dos contratos referidos al IBR: el *swap* OIS-IBR de formación de este indicador (derivado no estandarizado) y el futuro OIS-IBR (*swap* estandarizado impulsado por la BVC). En el primer caso, el producto hace referencia a los *swaps* de formación del IBR para los plazos a 1 y 3 meses y su compensación-liquidación por parte de la CRCC empezó en enero de 2015.

Por su parte, el futuro OIS-IBR se encuentra disponible por parte de la BVC desde noviembre de 2014. Allí se busca aprovechar las ventajas referentes a: i) mayor transabilidad,

dada la estandarización del monto del contrato y organización del mercado-BVC (eventualmente unificado bajo la nueva plataforma “Master-Trader”, con operación esperada antes de finalizar 2017); ii) información en tiempo real; y iii) eliminación de riesgo de contraparte mediante la compensación y liquidación vía CRCC.

Dicho *swap* OIS-IBR cuenta con una estructura de negociación con plazos puntuales de 1, 3, 6, 9, 12 y 18 meses; en donde cada día se negocian todos los plazos. El monto mínimo por operación requerida es de \$500 millones con un horario de negociación de 8am-1pm de lunes a viernes. Adicionalmente, el futuro OIS-IBR adopta algunas de las ventajas del OTC tales como: i) negociación a plazos específicos; ii) negociación por tasa; y iii) liquidación al vencimiento. Con ello, la BVC ha buscado la convergencia entre el mercado estandarizado y el OTC, con el fin de profundizar el alcance de las operaciones del OIS-IBR.

En lo corrido de este año a junio, los montos compensados-liquidados del futuro OIS-IBR por la CRCC han promediado valores cercanos a \$50.000 millones/día (cerca de \$10 billones en términos anualizados; 1% del PIB), ver gráfico 2. Si bien ello es levemente inferior a los \$60.000 millones/día de 2016 (\$15 billones anualizados; 1.8% del PIB), esta cifra supera ampliamente los \$20.000 millones/día (\$5 billones; 0.7% del PIB) observados durante 2015 (primer año de implementación).

En el caso del *swap* OIS-IBR, su volumen compensado-liquidado ha rondado los \$92.000 millones/día durante el primer semestre de 2017 (\$23 billones anualizados; 2.6% del PIB). Este valor supera los \$80.000 millones/día (\$20 billones anualizados; 2.6% del PIB) observados durante 2015-2016.

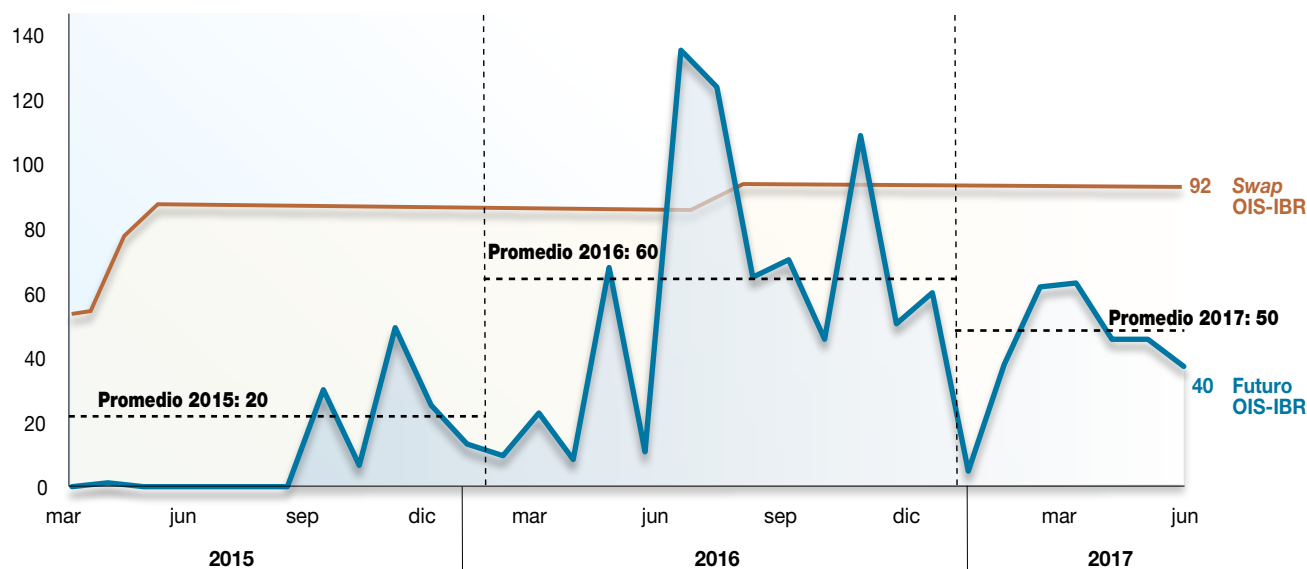
A pesar de lo anterior, dicho mercado de *swaps*-IBR todavía es bajo frente a

los montos compensados y liquidados en futuros de renta fija (\$320.000 millones/día; \$83 billones anualizados; 9.1% del PIB) o los valores referidos a los futuros de TRM (\$890.000 millones/día; 221 billones anualizados; 24.2% del PIB), ver gráfico 3.

Estos resultados son algo paradójicos. De una parte, se tiene un mercado relativamente amplio en coberturas de tasas de cambio (a contrapelo de una economía relativamente cerrada). Pero, de otra parte, el volumen de coberturas de tasas de interés es claramente incipiente, ante lo cual surgen riesgos de volatilidad en dichas tasas, repercutiendo sobre abultados montos de deuda, tanto pública como privada.

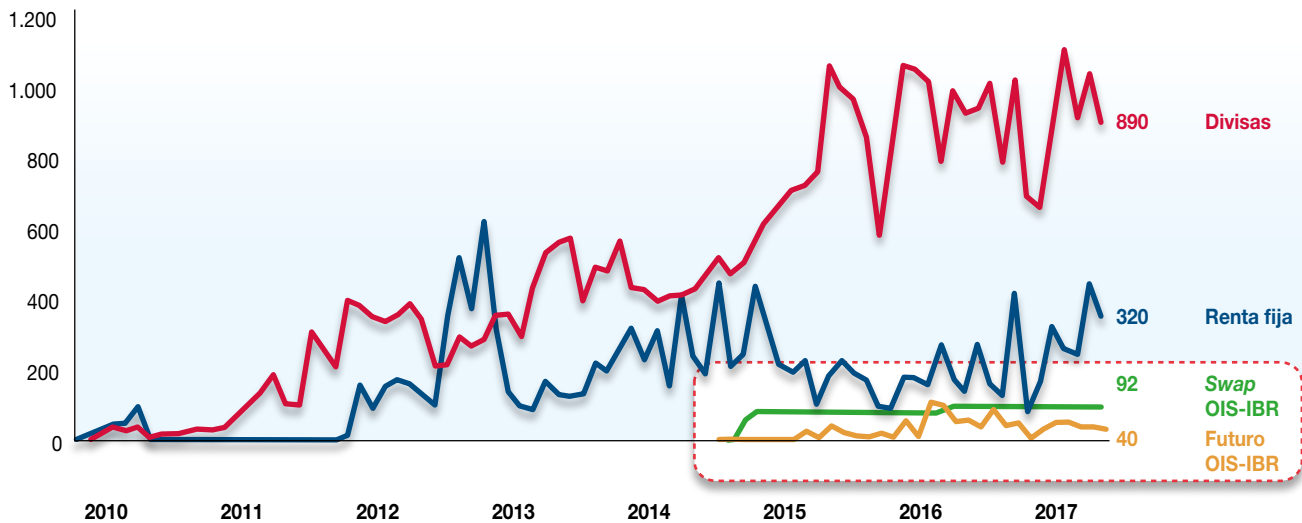
Una posible explicación tiene que ver con un “imaginario colectivo” que todavía presta mayor atención a la volatilidad cambiaria (en presencia de flotación) frente a la volatilidad en tasas de interés. En realidad, ambas son importantes, pues la relación

Gráfico 2. Mercado de swaps en Colombia: monto promedio diario por subyacente (\$ miles de millones, 2015-2017)



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

Gráfico 3. Mercado de futuros en Colombia: monto promedio diario por subyacente (\$ miles de millones, 2010-2017)



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

[Exportaciones + Importaciones]/ PIB bordea un 33%, pero la relación Crédito/PIB bordea un 47%. Otra posible explicación tiene que ver con el repudio a las tasas de interés flotantes, tras la crisis del UPAC en 1998-2002. Así, actualmente los consumidores financieros de Colombia prefieren pactar a tasas de interés fijas (un 87% de los créditos de consumo e hipotecarios), pero sin saber ellos que, aun así, tendrían la oportunidad de volcarse sobre tasas variables a través de los *swaps*-IBR, cuando el ciclo bajista de tasas de interés les favorecería.

Importancia de los *swaps*-IBR en la transmisión monetaria-crediticia

El Mercado de Valores colombiano tiene entonces una gran oportunidad para lograr una mayor profundización a través de la masificación del uso de coberturas en tasas de interés.

Además del aprovechamiento de las economías de escala-alcance que ello traería, está el beneficio de lograrse una más ágil transmisión de la política monetaria sobre la política crediticia (particular preocupación del Banco de la República-BR y del Ministerio de Hacienda durante este año 2017, donde se han reducido 250pb en la tasa repo).

El gobierno ha venido manejando un discurso poco efectivo a través de la esperada “voluntad de los bancos” a contribuir en el ansiado “repunte en Colombia”. De otra parte, el Congreso tiene la errada concepción de que lo necesario sería “mano dura regulatoria” para obligar a los bancos a bajar más rápidamente las tasas. Todo ello se ha materializado en el insulso resultado de calcular con mayor periodicidad la fórmula de la tasa de usura (= 1.5 veces la TIB), desconociendo que precisamente la mayor holgura entre esa tasa de usura y la de un mercado competitivo es la que permitiría atraer más gente del mercado gota-a-gota hacia un mercado legal que paga topes del

33% anual, en vez del 330% o más que cobra el mercado agiotista.

Los propios banqueros han dicho que esa transmisión ya está ocurriendo, solo que va de forma lenta, afectando primero las tasas de tarjetas de crédito (a través de la reducción de la tasa de usura bajo su actual fórmula). Y el BR ha terciado en el debate diciendo que sería inconveniente forzar por la vía regulatoria dicha baja en las tasas de interés.

Dicho todo lo anterior, la verdad es que este debate todavía está dejando por fuera una pieza crucial del rompecabezas crediticio: poco se mencionan los instrumentos financieros como solución en la conversión de tasas de interés fijas hacia las variables, elemento crucial en los créditos de consumo e hipotecarios, ver *Informe Semanal* No. 1349 de febrero de 2017.

Anif ha venido estudiando este tema recientemente y ha encontrado que la transmisión de la política monetaria hacia la crediticia está ocurriendo

con relativa prontitud en las carteras corporativas, gracias a que allí cerca del 80% de los créditos se ha pactado a tasa variable y en horizontes que promedian dos años. Esta cartera corporativa representa el 60% del total. Pero en el restante 40% de la cartera esto ocurre muy lentamente por su estructura de tasas de interés fijas. La razón para esto es doble: i) el horizonte de los créditos de consumo de los hogares se hace a 5 años y los hipotecarios a 12-15 años; y ii) un 80%

de sus créditos se ha pactado a tasas fijas, lo cual implica que la reducción de la repo no se traduce en un servicio de la deuda más bajo.

Aquí es donde el uso del instrumento de los swaps-IBR resultaría de gran utilidad, pues estos brindan la posibilidad de convertir esas obligaciones a tasas variables, en momentos de caída de las tasas de interés de mercado. Su masificación requeriría profundizar la porción de créditos de tasa variable atados al IBR (en vez de a la DTF, por las razones antes explicadas).

Por ejemplo, durante 2010-2016, las posiciones activas atadas al IBR se incrementaron de solo el 0.1% del activo bancario total (\$0.1 billones; 0.02% del PIB) hacia un 19% (\$104.5 billones; 12% del PIB). Algo similar ha venido ocurriendo con las posiciones pasivas atadas al IBR, elevándose del 1% del pasivo bancario total (\$2 billones; 0.6% del PIB) hacia un 4.5% (\$21 billones; 2.5% del PIB).

Infortunadamente, la indexación de los bonos corporativos al IBR ha

“ La importancia de lograr profundizar dicho mercado de swaps-IBR radica en la facilidad que este tipo de herramientas brinda a los consumidores financieros a la hora de reestructurar sus obligaciones de acuerdo con sus preferencias. Ello sería un canal efectivo para lograr una mayor velocidad de transmisión de la política monetaria hacia la crediticia. ”

venido perdiendo relevancia, cayendo del 17% hacia solo el 4% durante 2013-2016 (de un total de emisiones de \$9.7 billones; 1.1% del PIB). Durante 2017, se ha observado un mayor apetito por parte de los oferentes de bonos hacia ataduras al IBR, aprovechando la fase descendente de la repo del BR (antes comentada).

Así, esta es una buena coyuntura para realizar un esfuerzo pedagógico sobre las bondades de masificar el uso de los mencionados swaps-IBR por parte de los hogares. Esto habrá de permitir migrar de las tasas de interés fijas (pactadas a niveles altos del pasado) hacia las tasas variables (aprovechando el descenso actual de la tasa repo y, por lo tanto, de la tasa IBR, que es el factor de flotación en Colombia).

Conclusiones


Hemos visto cómo los swaps-IBR han venido mostrando ganancias importantes en el mercado de capitales de Colombia, particularmente en lo referido al futuro OIS-IBR

estandarizado. Allí es de destacar el esfuerzo de la BVC al tratar de mantener algunas de las ventajas del OTC, principalmente en lo referente a los plazos y valoración.

A pesar de lo anterior, los montos negociados en dichos swaps-IBR son aún marginales frente al mercado de coberturas cambiarias, a contrapelo del bajo grado de apertura de la economía colombiana. En esta dicotomía han influido: i) percepciones generalizadas sobre una

supuesta estabilidad en la tasa de interés frente a la alta volatilidad cambiaria; y ii) fuerte aversión del mercado crediticio colombiano hacia las tasas de interés flotantes tras la crisis del UPAC en 1998-2002.

La importancia de lograr profundizar dicho mercado de swaps-IBR radica en la facilidad que este tipo de herramientas brinda a los consumidores financieros a la hora de reestructurar sus obligaciones de acuerdo con sus preferencias. Ello sería un canal efectivo para lograr una mayor velocidad de transmisión de la política monetaria hacia la crediticia.

Alterar dichas preferencias por la tasa fija en la cartera crediticia de los hogares requerirá un importante esfuerzo pedagógico, pues allí históricamente han jugado: i) la cultura crediticia (dada la mencionada aversión a las tasas variables); ii) las expectativas y la credibilidad que despierta el BR sobre la “tasa de inflación baja y estable de largo plazo”; iii) los tipos de riesgo crediticio evaluados (firmas vs. hogares); y iv) el plazo medio de dichos créditos. 

Palabras del Dr. Miguel Largacha,
Presidente del Consejo Directivo de Anif
en la Instalación de la XXXI Asamblea de Anif
Bogotá, octubre 4 de 2017

Crecimiento, consolidación de la paz e instituciones

Muy buenos días a todos:

Es para mí un gusto, en nombre del Consejo Directivo de Anif, acompañarlos esta mañana y darles una cordial bienvenida a la trigésimo primera versión de la Asamblea de Anif.

Un especial saludo al señor Procurador General de la Nación, doctor Fernando Carrillo Flórez. Es un honor contar con su valiosa presencia en esta oportunidad. Nuestros afiliados aprecian el esfuerzo que hacen las autoridades al venir a compartir su visión sobre los logros y retos que enfrenta hoy la Nación.

En primer lugar, debemos decir que, en medio de la actual coyuntura que vive Colombia, abrigamos esperanzas de una prometedora consolidación de la paz. Además, somos conscientes de los desafíos que tiene el país para acelerar el crecimiento de la economía y llevarla nuevamente hacia la franja del 3% o 4% anual, para continuar la disminución de la tasa de desempleo, para superar los retos de un presupuesto público limitado, y las grandes tareas institucionales



que enfrentamos, especialmente en la lucha contra la corrupción y en la restitución de la credibilidad en la Rama Judicial.

Permítanme compartir con ustedes una breve visión que tenemos en Anif sobre estos temas de relevancia nacional: crecimiento potencial, consolidación de la paz y la institucionalidad de la justicia.

Primero, desempeño económico reciente. La economía colombiana tuvo un destacado desempeño económico entre 2010 y 2014, logrando en el PIB-real una expansión del 4.8% anual, lo cual implicó una mejoría del PIB per cápita a razón del 3.5% anual. Estos resultados se reflejaron en un descenso de la tasa de desempleo, la cual pasó del 12% al 9%. En consecuencia, y para el bien de los colombianos, se redujo el nivel de pobreza absoluta del 37.2% al 28.5% durante el primer cuatrienio del actual gobierno.

Sin embargo, tras el fin del súper ciclo de buenos precios de los *commodities*, durante el período 2015-2017, se ha resentido la mayoría de los indicadores macroeconómicos del país. No obstante, Colombia tuvo una resistencia para destacar, ya que mientras que el crecimiento de los países vecinos llegó a niveles negativos, nuestro país mostró expansiones del 2,3% anual. Esto habla bien de las sólidas bases de nuestra economía.

Por otra parte, valga decirlo, el ajuste de los presupuestos del Gobierno Nacional para el período 2015-2018 y el cumplimiento de la Regla Fiscal contribuyeron de forma significativa a la preservación de la confianza inversionista y de nuestropreciado grado de inversión. Sin embargo, uno de los

retos que encara el Estado consiste en continuar mejorando la relación Recaudo Tributario/PIB que, hoy día, bordea el 14%, incluso con la última Reforma Tributaria que adoptó, entre otras medidas, el incremento de la tasa del IVA al 19%.

En este reto de lograr reequilibrar las finanzas públicas, bajando el déficit del 4% del PIB en 2016 a un 3% en 2018, resultará vital que la nueva administración del período 2018-2022 acoja las recomendaciones de la Comisión de Gasto Público, la cual, enhorabuena, convocó la Administración Santos a través de esa misma Reforma Tributaria. Por demás, la semana pasada, el Foro Económico Mundial, en el Índice Global de Competitividad, ubicó a Colombia en el puesto 129 entre 137 naciones en la eficiencia de su gasto público.

Desde Anif reiteramos que la aprobación de recortes estructurales del gasto público requerirá de un gran acuerdo nacional para ajustar las asignaciones en los rubros de pensiones, salud y de gasto operativo del Estado, amén del equilibrio entre las obligaciones del Gobierno Central y Territorial reflejado en el Sistema General de Participaciones.

Segundo, la consolidación de la paz. Es de aplaudir los logros recientes en la desmovilización de la gran mayoría de los frentes guerrilleros de las Farc (unos 7.000 combatientes y un número similar de cuadros de apoyo) y la entrega de las armas a las comisiones de verificación de la ONU. En el marco de los Acuerdos de Paz, el Presidente ha tenido nuestro apoyo y tiene muy merecido su reconocimiento internacional a través del Premio Nobel de Paz de 2016.

Pero las tareas más retadoras hasta ahora se han iniciado, pues se trata de lograr la inserción de los desmovilizados a la vida productiva, expandiéndoles las oportunidades de trabajo, especialmente en el agro. Esto es fundamental para evitar deserciones de los desmovilizados.

También se debe trabajar, en forma simultánea, en la apropiación de los lugares dejados por las Farc para que no lleguen a manos de la delincuencia organizada. Recordemos que Anif ha insistido en la importancia de concretar los proyectos agroindustriales de la Orinoquía, y ahora que se han esclarecido los principios jurídicos para su ejecución, a través de la llamada Ley Zidres, el Estado debe sumar todos sus esfuerzos con el fin de lograr la dotación de infraestructura vial, fluvial, marítima y agrícola para hacerlos viables económicamente.

Los desafíos presupuestales en materia de vías secundarias y terciarias son tan importantes como los relacionados con las vías 4G. Es igualmente prioritario agilizar el paso para lograr las ganancias en productividad que habrán de permitirnos aprovechar de mejor manera los TLCs con Estados Unidos y Europa. Hasta la fecha, estas ganancias han sido bajas y preocupa la limitada diversificación exportadora, así como la pérdida de cerca de un 40% del valor exportado total por cuenta de la crisis minero-energética.

El norte de lo que debe hacerse en materia de competitividad ha sido bien entendido y liderado por la Administración Santos, especialmente en materia de infraestructura y de modernización estatal, donde la pronta vinculación a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo



Asamblea de afiliados a Anif 2017: Ignacio Zuloaga, Vicepresidente del Banco de Occidente; Hernando Álvarez, Presidente de Avesco; Helena Hidalgo, Secretaria General de Anif; Jorge Julián Trujillo, Socio Consultor de Valores y Estrategia; Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif; Sergio Clavijo, Presidente de Anif; Juan Carlos Mora, Presidente de Bancolombia; Santiago Perdomo, Presidente del Banco Colpatria; Jorge Rojas, Vicepresidente de Banca de Empresas del Banco Davivienda; Bernardo Noreña, Presidente de Corficolombiana; Mauricio Rosillo, Vicepresidente Jurídico de Bancolombia; Luis Fernando Pabón, Asesor Jurídico de Adminegocios & Cía. S.C.A.; Germán Salazar, Vicepresidente Internacional del Banco de Bogotá; y Alejandro Vera, Vicepresidente de Anif.

Económico (OCDE) será un sello de calidad fundamental hacia el futuro.

Tercero, desafíos institucionales.

Creo interpretar bien el sentir de los afiliados a Anif y el de todos los colombianos al afirmar que la mayor preocupación para recuperar el optimismo inversionista está en solucionar la crisis institucional del Sector Justicia. Aunque la actual administración ha trabajado en la búsqueda de soluciones definitivas, aún queda por recorrer un camino extenso para ponerle punto final al flagelo de la corrupción.

Hemos escuchado diversos llamados para una reforma profunda a la administración de justicia, incluyendo la suya señor Procurador, y celebramos el avance dado en Pasto la semana pasada para unir voluntades en ese propósito, especialmente por parte de los magistrados de las Altas Cortes.

Esta tarea será uno de los grandes desafíos de la nueva administración del período 2018-2022.

A su vez, vale destacar que el señor Procurador ha hecho alianzas estratégicas con la Contraloría y la Fiscalía para enfrentar con todo rigor dichas corruptelas. Acertó al buscar el apoyo del sector privado. Recientemente este organismo firmó un acuerdo de transparencia y de anticorrupción con el sector privado del cual Anif fue partícipe.


De tiempo atrás, Anif ha venido argumentando que sin la aplicación de una “justicia pronta y cumplida”, como bien lo decía el Dr. Luis Carlos Sarmiento Angulo, será muy difícil avanzar en la organización del Estado.

Señor Procurador Carrillo, el legado que usted puede dejar a todos los colombia-

nos dependerá del trabajo incansable que se haga desde la institución que usted lidera para combatir las malas prácticas que dan lugar a la corrupción.

Esperamos que el liderazgo del Gobierno Nacional en los frentes ya mencionados nos lleve a una feliz consolidación del posconflicto y conduzca al país a mayores niveles de prosperidad y bienestar. Desde Anif destacamos los esfuerzos encaminados hacia estos propósitos para el bien de todos los colombianos.

Agradecemos una vez más su presencia en la trigésimo primera versión de la Asamblea de Anif. A continuación, damos paso a la agenda de hoy que abordará perspectivas macrofinancieras de Colombia y avances en la regulación del sistema financiero del país.

Muchas gracias. 



Palabras pronunciadas por el doctor Fernando Carrillo Flórez, Procurador General de la Nación, en la ceremonia de instalación de la XXXI Asamblea de Anif. Bogotá, octubre 4 de 2017

En este momento de gran incertidumbre que vive el país, las alianzas entre los sectores público y privado son fundamentales. A nivel global se está evidenciando esencialmente un conjunto de rupturas de consensos en el manejo de la economía, la política y los asuntos internacionales, que parecían estar consolidados en el mundo. Todo ello nos invita a estar más unidos para enfrentar los desafíos de la incertidumbre, del pesimismo y, sobre todo, de la presencia de amenazas populistas y autoritarias, las

cuales tenemos muy cerca en la región latinoamericana. Todas las decisiones que tomen una sociedad y un país deben ir en el camino de la búsqueda de los grandes consensos nacionales y no de la fractura, la polarización y la radicalización en la que lamentablemente se encuentra el país.

Ese es mi primer llamado en la asamblea de Anif, un llamado a buscar consensos nacionales y dejar atrás el síndrome del 2 de octubre de hace un año que dividió al país y parece que lo dejó fracturado para siempre. Ello no

puede ser así, porque las sociedades y los países salen adelante cuando son capaces de identificar lo que alguna vez el doctor Álvaro Gómez llamó “el acuerdo sobre lo fundamental”. Independientemente de las posiciones ideológicas sobre aquello que nos une y contra todo lo que nos separa, parece que siguiéramos empecinados en seguir fomentando la polarización y la radicalización, porque creemos que esa es la forma como hay que hacer política en Colombia y como vamos a solucionar los grandes problemas nacionales.



VAMOS JUNTOS

CUANDO HACES
EL MEJOR DE TUS TRABAJOS,
Y NOS PERMITES HACER
LO MEJOR DEL NUESTRO.



Aquí hay grandes temas que requieren unidad, como la lucha contra la corrupción, la justicia, las pensiones, las finanzas públicas, los derechos de los colombianos, los temas de Regla Fiscal, entre otros. Ello debería fomentar la convergencia y no alimentar esa gran divergencia, porque parece que los acuerdos de paz nos dejaron regados en el camino de posiciones irreconciliables. Eso no puede ser así.

Adicionalmente, tenemos un desafío en el cual está puesta a prueba la eficacia de las instituciones colombianas. Un desafío gigantesco frente a un flagelo que no se había detectado probablemente porque el humo de la guerra de cinco décadas no nos dejó ver lo que había en materia de corrupción. Dicho humo tampoco nos permitió abordar los grandes debates nacionales que requieren unidad nacional.

Estoy convencido de que lo único que no se ha ensayado en materia de estrategias de lucha contra la corrupción es la alianza entre el sector público y el privado. Por esa razón, recientemente suscribimos y promovimos un gran pacto por la transparencia, el cual lo han firmado más de cuarenta gremios económicos. Allí lo importante es la práctica y la posibilidad de poner en marcha un conjunto de mecanismos entre lo público y lo privado para abordar dentro de cada gremio y cada actividad económica un conjunto de asuntos que pueden tener incidencia en las acciones de la Procuraduría o de la Fiscalía. Es decir, podemos identificar conjuntamente, como ya lo hemos hecho con algunos gremios, las actividades que suponen actos de corrupción dentro de prácticas económicas específicas que hacen parte del día a día de la Nación y que lamentablemente muchos han considerado que pueden ser prácticas

comerciales atrevidas, pero que ya están en el espectro oscuro del mundo de la corrupción.

¿Por qué es importante hacerlo? Porque estamos hablando no solo de una premisa de carácter ético en el comportamiento de las actividades de toda naturaleza, sino porque desde el punto de vista pragmático ofrece ventajas prácticas y resultados que son tangibles para los sectores económicos. Todos los informes de competitividad y de institucionalidad, así como todos los condicionamientos que se oponen al crecimiento, a la búsqueda de igualdad y equidad, siempre han puesto la corrupción como un factor que limita severamente las posibilidades de desarrollo de los países. Lo dicen todos los organismos internacionales, las agencias de riesgo, la academia y la política comparada para demostrar que la corrupción, entre otras muchas cosas, es un obstáculo para la economía de un país.

La corrupción es una limitación para el ejercicio de los derechos fundamentales, tiene repercusiones severísimas sobre la competencia y la competitividad de una economía, distorsiona las reglas de juego, aumenta los costos de transacción, genera inseguridad política, limita las posibilidades institucionales del desarrollo, genera violencia, aumenta la desigualdad y, sobre todo, se aferra a la cultura de los pueblos. En este último caso, porque normalmente la corrupción está asociada a la debilidad y la fragilidad de las instituciones públicas y privadas, así como a esquemas de desarrollo democrático insipientes en donde los escenarios de la ilegalidad y la impunidad están llamados a imponerse. En esa materia, el balance de Colombia es realmente triste desde el punto de vista no solo de lo que llaman los “corruptómetros” de transparencia

internacional, sino también de la forma cómo hemos venido escalando en dicho *ranking*, así como en los índices de mala percepción.

Corrupción en la justicia

Ahora, se presenta precisamente en dicho tema de la corrupción un desafío adicional de corrupción en el propio aparato de justicia. Ello, por supuesto, supone acción institucional.

La Procuraduría ha sellado una alianza con las instituciones de control, convencida de que esta es la prueba de fuego de las instituciones en Colombia, uno de los momentos más críticos de la historia reciente del país, parecido a lo que vivíamos a finales de los ochenta y comienzos de los noventa, cuando después de haber asesinado a tres candidatos presidenciales entramos en un túnel donde la luz no se veía, pero finalmente reaccionaron las instituciones y se levantó la fortaleza de un Estado de derecho que logró ganarle el pulso al crimen organizado. Cuando muchos apostaron a que perdíamos ese pulso, se produjo una nueva Constitución y nos embarcamos en un proceso, hace veintiséis años, de fortalecimiento institucional del Estado frente al crimen organizado.

De ahí en adelante fueron muchos los nuevos embates del crimen organizado, varios de ellos concentrados en el sector financiero. Recuerdo los esfuerzos de mediados de los noventa, cuando en escenarios internacionales se dio la batalla por demostrar que el control al lavado y al blanqueo de activos era posible. Colombia ha mostrado internacionalmente una gran fortaleza institucional en esa materia, gracias además a la convicción y ac-

ción de toda la banca colombiana. Ello es un ejemplo de que las batallas se pueden ganar. Por esa razón, este no es el momento de pensar de manera pesimista que perdimos la batalla contra la corrupción.

La Procuraduría está convencida de que tiene un deber con la sociedad de descubrir a quiénes están detrás de los grandes escándalos de corrupción. Por ejemplo, de haber sido capaces de llegar hasta las últimas consecuencias en el escándalo del carrusel de la contratación de Bogotá, habríamos llegado a la corrupción de la firma brasilera Odebrecht y habríamos abordado ese problema hace seis o siete años. Lamentablemente, cuando las tareas quedan incompletas se reproducen y se magnifican los males que no son combatidos. Por esa razón, es importante llegar hasta el fondo de los temas.

Todo esto en un escenario en donde necesariamente lo público involucra la acción del sector privado. Estamos lejos de esa diferencia maniquea entre lo público y lo privado, donde lo privado no tenía nada que ver con los recursos, el espacio o el interés público.

La Procuraduría es una institución bastante antigua. Nació en la Constitución de 1830 y salió del ideario del Libertador, constituida como una especie de poder moral para la vigilancia de las acciones de los funcionarios públicos. En efecto, la Procuraduría se llama el Ministerio Público porque persigue el interés público.

Hoy en día muchos creen que la función de la Procuraduría es solo perseguir a los funcionarios del Estado e imponerles sanciones. Sin embargo, la Procuraduría ha venido avanzando también en acciones como en el caos del sector de la salud, no solo con relación a la contratación del Fondo

del Magisterio, sino con los problemas que ha tenido el tránsito de Saludcoop a Cafesalud y, ahora, a Medimás. Allí no estamos persiguiendo al sector privado, sino que estamos velando por un derecho fundamental de los colombianos, los recursos públicos, y por una necesidad que aparece de primera en las encuestas. En efecto, en todos los estudios de la Andi, el sector que aparece más afectado por la corrupción es la salud. En segundo lugar, se encuentran las aduanas y, en tercer lugar, los impuestos.

Parte de todo ese diagnóstico es tratar de manera preventiva la corrupción. Esto es lo que contempla el pacto por la transparencia y la rendición de cuentas con el sector privado. Se quiere poder llegar a las causas y no simplemente a los síntomas de la corrupción.

Para el caso particular de los gremios económicos, independientemente de todo lo que ha logrado el sector financiero en materia de *compliance*, resultan fundamentales los códigos de ética. Lo anterior es notable y debe ser reconocida públicamente la necesidad de comenzar a trabajar los temas de la ética pública y privada, porque el punto de partida de toda esta crisis es parte de la catástrofe ética, del déficit de valores que tiene el país por causas que hacen parte del ideario cultural. Allí cabe mencionar la cultura del enriquecimiento ilícito, la consideración de que la fuerza es más importante que el derecho y la ley, y la cultura del avivato, la cual se apoderó desde los niños de la escuela primaria hasta los profesionales.

Son muchas disfuncionalidades desde el punto de vista cultural, las cuales han llevado a que en la batalla contra la corrupción no se gane simplemente con más normas legales, pues las hay todas y en exceso, porque se han

convertido en ley todas las prácticas internacionales. Sin embargo, seguimos dando mal ejemplo.

Y, paradójicamente, con relación al sector justicia, es el único sector de la actividad del país donde no hay tribunales o códigos de ética. Ello demuestra la gran paradoja del sector que se suponía era impoluto y estaba blindado frente a la corrupción, pero que aparece hoy contaminado.

Todo ello sugiere que la forma en la que la sociedad puede derrotar la corrupción no es únicamente con normas, sino cuando logra por la vía de los comportamientos que haya una lucha no solo contra la impunidad legal, sino contra la impunidad cultural y social que es muy común en este país. Ello supone un trabajo de varias generaciones.

Nosotros hemos recorrido el país durante estos ocho meses que llevo en la Procuraduría General de la Nación y el tema siempre es la configuración de quién es el corrupto a nivel local. Allí coinciden desde el punto de vista de la tipología una serie de comportamientos, donde el ejercicio del poder político está relacionado con el estatus, es decir, en Colombia la corrupción da estatus. Ello es una de las características culturales más lamentables de nuestra evolución.

Hay algo en esa cultura traqueta del narcotráfico, como se dice coloquialmente, que lamentablemente ganó una serie de batallas en la historia de este país. Ello lo encontramos en los comportamientos de la gente y, lo más grave de todo, es que no tiene sanción social. Por el contrario, dicha cultura se convierte en una norma de comportamiento desde los niños en el colegio. El matoncito del colegio termina siendo el delincuente incipiente



Fernando Carrillo Flórez, Procurador General de la Nación; Sergio Clavijo, Presidente de Anif; y Miguel Largacha, Presidente del Consejo Directivo de Anif.

en la universidad y, más adelante, el protagonista de los grandes desfalcos o actos de corrupción. Esa es la lógica que la sociología explica en esa materia. De allí la importancia de los controles de carácter social, pues no es suficiente con la expedición de normas legales adicionales en materia de corrupción, con toda la inseguridad jurídica que eso genera.

Adicionalmente, cabe destacar todo el desarrollo institucional de Colombia, el cual sigue siendo su gran fortaleza. A ello no podemos renunciar independientemente de la magnitud del embate del crimen organizado y de la corrupción. Allí el país debe estar preparado frente a los nuevos factores de criminalidad internacional. Por ejemplo, comentamos recientemente con el Fiscal sobre el narcotráfico 2.0, el cual está relacionado con

los excedentes de dinero que están saliendo de los cultivos ilícitos que han venido aumentando en el país y podrían tener implicaciones en el financiamiento en las campañas políticas. Ahí hay que prepararse para volver a levantar las armas frente a esos desafíos. Desafortunadamente, lo que ha ocurrido tradicionalmente es que la institucionalidad va por la escalera y la criminalidad organizada por el ascensor. La imposibilidad de atajaresos fenómenos es lo que lamenta después el Estado y la institucionalidad cuando revienta y explota abiertamente todo ese conjunto de fenómenos.

El principal mensaje de esta presentación es la importancia de la ética tanto en el sector público como en el privado. Ello se explica porque lo público depende fundamentalmente de la calidad del Estado y sus ins-

tituciones, así como de la fortaleza ética del sector privado. Luego la fortaleza ética del sector privado va a determinar la defensa y la garantía de lo público.

Resulta importante preguntarse, como lo hizo la revista *Semana* hace unos meses, sobre cuándo se perdió la ética en Colombia. Estoy convencido de que ello fue cuando dejamos que la impunidad reinara y los escenarios de ilegalidad se impusieran, así como lo hicieron el conflicto armado, el narcotráfico y todo el crimen organizado. Ello deterioró las bases fundamentales de los principios y los valores que son propios de una sociedad democrática basada en una ética ciudadana. Una ética que baja de la Constitución y está determinada por la dignidad del hombre, por el ejercicio de sus derechos y sus deberes. Ahí fallamos, y parte de la cirugía que tenemos que hacer es volver a discutir cuáles son los parámetros éticos de comportamiento de las actividades y del Estado en este país. Eso implica reconstruir lo público, lo cual supone un esfuerzo conjunto de todos los actores de la sociedad.

Un tema adicional tiene que ver con lo fundamental que resulta en esta batalla de la corrupción la persecución contra los bienes de los corruptos. Ello lo hemos tratado con la Fiscalía y la Contraloría, pues después de que la Procuraduría suspende a alcaldes y la Fiscalía los priva de la libertad, la Contraloría ha entrado en procesos tortuosos a analizar el tema de la responsabilidad fiscal.

Es necesario perseguir efectivamente los bienes de los corruptos, pues no se logra nada si después de una suspensión-destitución, inhabilidad de unos años y las sanciones con beneficios de casa por cárcel, los corruptos salen a

disfrutar de sus bienes en el exterior. Desafortunadamente, eso es lo que ha venido ocurriendo y allí la cooperación del sector financiero nacional e internacional es fundamental. Por ejemplo, en el caso de las sociedades que han incurrido en actos de corrupción, hemos planteado que se requiere buscar la extinción del dominio de esos bienes.

Reforma a la justicia

En materia de reforma a la justicia, hemos dicho que no podemos desarrollarla como se ha hecho tradicionalmente. Allí se requiere de la participación de toda la ciudadanía, de tal manera que esté la voz del sector privado en la reforma a la justicia.

Por esa razón quiero invitarlos a que trabajemos conjuntamente en esa dirección. Estamos haciendo una convocatoria nacional. El papel que va a jugar el sector privado es crucial en la reforma a la justicia, pues sería la primera vez que se exprese más allá de como lo ha hecho tradicionalmente a través de los tanques de pensamiento o de la Corporación Excelencia en la Justicia, donde también se ha realizado una gran tarea. Los invito a constituir un grupo de trabajo para oír propuestas del sector privado en la reforma a la justicia.

Conclusiones

En primer lugar, en materia de mecanismos de transparencia e integridad es mucho lo que podemos hacer entre el sector público y el privado, pues dependiendo de cada actividad económica se podrían concertar acciones en virtud preventiva. Por ejemplo,

se puede acordar armar grupos de trabajo donde pudieran actuar la Procuraduría y la Fiscalía buscando la transparencia en todas las acciones de los sectores económicos.

De hecho, la transparencia en la contratación es un tema muy importante, donde afortunadamente, gracias a la Cámara Colombiana de la Infraestructura, se ha prácticamente finalizado el trámite de un proyecto de ley que puede ser una de las soluciones para los temas de la corrupción en la contratación, pero requiere una discusión de carácter ético, entrenamientos con los funcionarios y con los empleados dentro de los sectores económicos para aclarar que allí no hay zonas grises. Ese tránsito dentro de la zona gris ha sido parte de la relativización de todos los principios y valores de este país. Eso se debe tener claro en blanco y negro.


En segundo lugar, se han intentado todas las fórmulas dentro del sector público, pero apenas comenzamos a atacar la corrupción dentro del sector privado, cuya posibilidad de servir como veedor y denunciante del sector público es fundamental. Por ejemplo, el sector privado puede ayudar a evitar y denunciar los actos de corrupción a través de esquemas como el de Gobierno Corporativo, donde la cultura de rendición de cuentas y de transparencia es fundamental.

En tercer lugar, el tema más espinoso que va haber en Colombia en los próximos meses estará relacionado con el financiamiento de las campañas electorales, después de todo lo que ha sucedido. Ahí, de nuevo, el sector privado es voz cantante. En Colombia, sería conveniente convocar a todos los dirigentes del sector privado para que entre todos tomen una decisión de lo que se va a hacer con el finan-

ciamiento de las campañas de 2018. Esto resulta fundamental no solo por las responsabilidades de los gerentes y los tesoreros de campaña, sino también por la propia responsabilidad de los donantes.

El tema de las campañas ha sido la maldición del ejercicio de la política, porque es un mercado de votos y de contratos. Quizá algo que cabe destacar después de todo lo ocurrido es que por primera vez en Colombia va a haber mucha cautela en la entrega de fondos a los candidatos a las elecciones parlamentarias y presidenciales.

Por último, extendiendo la invitación a que consolidemos mesas de trabajo para tratar esos temas desde el punto de vista práctico, con un plan de acción buscando códigos de ética gremiales como ocurre en países desarrollados, no un código de ética general abstracto, sino cuestiones de conducta que son fundamentales y que parecen como de perogrullo, pero ahí están las configuraciones de esa zona gris que es tan negativa para la definición de políticas desde el punto de vista sectorial.

En este momento en el que el país está tan dividido y polarizado, el desafío es lograr escenarios de convergencia y concordia. Eso es lo que exigen las nuevas generaciones en este capítulo de acuerdos de paz. Ello nos lleva a un escenario diferente, donde se necesita sacar del cajón todos los debates nacionales que no se hicieron durante los últimos cincuenta años. Allí se destacan temas como las pensiones, la salud, la lucha contra la corrupción y la reforma a la justicia. Todo eso debería unir al país, pues no va a haber paz con corrupción y sin justicia. Si somos capaces de ganarle la guerra a los violentos, no podemos perder la batalla contra los corruptos. 

Incentivos amigables: mejorando las decisiones en salud, riqueza y felicidad *

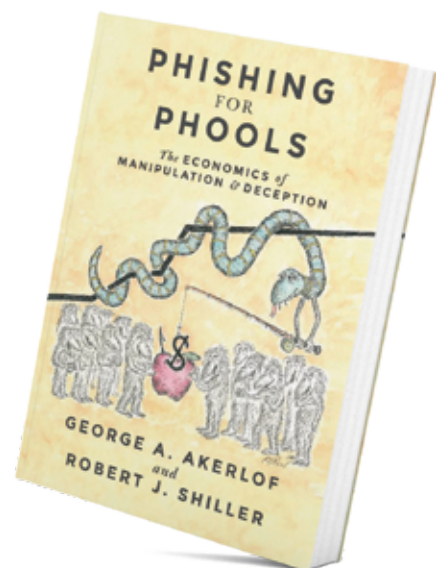
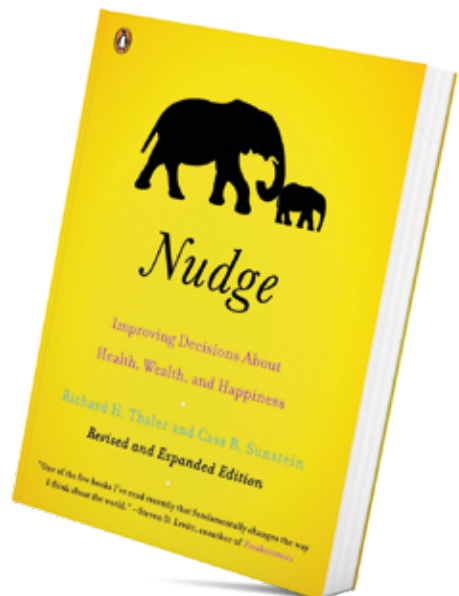
Libro escrito por: *Richard H. Thaler y Cass R. Sunstein*
Comentado por: Sergio Clavijo

Aunque este libro ya casi completa una década desde su inicial aparición (en 2008-2009), ha regresado a la palestra por cuenta del otorgamiento del Premio Nobel de Economía a Richard Thaler en octubre de 2017. De esta manera el Comité de dicho Premio ha venido a reforzar el reconocimiento dado a las teorías del comportamiento (más humano que puramente económico), tal como lo hiciera al otorgarlo a Kahneman y Smith en 2002, Anif (2017).

También ha jugado a favor de este campo del *behavioral economics* la excelente divulgación que ha hecho de estos temas Michael Lewis (2017), retratando el lado humano y psicológico de los profesores Danny Kahneman y Amos Tversky. Allí, Lewis (2017) también ilustró las dificultades que había experimentado el propio Thaler al tener que redefinir su enfoque económico heterodoxo, antes de conquistar su silla profesoral, primero, en la universidad de Cornell, y, posteriormente, en el prestigioso Booth-Business-School de la Universidad de Chicago (desde 1995).

Los primeros capítulos de este libro precisamente abordan este enfoque psicológico de las decisiones, de forma similar

* R. H. Thaler and C. R. Sunstein (2009), *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (Penguin Books, New York - London).



a como lo definiera Kahneman (2011) a través de la inteligencia primaria Tipo-I vs. la inteligencia racional Tipo-II. En esto concuerdan los diferentes autores: la problemática central de este árbol de decisiones es que presenta “inconsistencias intertemporales” y, además, las preferencias de los individuos cambian en el tiempo.

Así, este Premio Nobel de Economía está ratificando la importancia conjunta de: i) la estructura de precios (Coase, premiado en 1991); ii) la forma en que se presentan las opciones de escogencia (donde Thaler enfatiza la no existencia de neutralidad en este frente); y iii) el principio mismo de tener “la libertad de escogencia” (Friedman, premiado en 1976). No es para nada casual que los autores del libro agradezcan la colaboración recibida de Kahneman, Lewis, Posner (brillante juez asociado la Law&Econ de Chicago) y a Rajan (destacado economista financiero y hasta hace poco banquero central de la India).

Thaler y Sunstein fundamentan todo esto a través de la idea de la “arquitectura de las decisiones”. El grueso de los científicos sociales ha destacado la utilidad práctica de este enfoque y sus profundas raíces en la forma de actuar del ser humano (no siempre tan racional y consistente, como lo postula la economía más ortodoxa).

En lo práctico, se destacan sus aplicaciones a cómo mejorar la calidad alimenticia en las cafeterías de los colegios públicos. Simplemente vaya en contravía de lo que dictaría la estrategia de precios y la competencia por las góndolas de los supermercados tradicionales: ponga (primero) las verduras nutritivas a la altura de los ojos de los estudiantes y solo al final del corredor los dulces que causan obesidad... utilice ese incentivo amigable (*the nudge*).

También cabe destacar sus aplicaciones al mundo de la salud y la lucha contra los malos

hábitos de fumar, consumir alcohol y la venenosa dupla de las grasas + bebidas gaseosas (así estas industrias, incluyendo las de Colombia, insistan en que esa dupla no es la causa del problema de la obesidad, tal como lo argumentaban hasta hace poco las tabacaleras acerca de que el cigarrillo no causaba cáncer o deficiencias pulmonares (Anif, 2017b).

Thaler y Sunstein dan sencillas, amigables e importantes recetas para la lucha diaria contra la “inercia” en la toma de decisiones. No se trata de prohibir a raja tabla, sino de generar hábitos para las buenas decisiones.

Thaler y Sunstein dan sencillas, amigables e importantes recetas para la lucha diaria contra la “inercia” en la toma de decisiones. No se trata de prohibir a raja tabla, sino de generar hábitos para las buenas decisiones, enfoque que los autores denominan la “libertad paternalista”. Esta ha resultado muy útil en los temas pensionales y de la salud. Por ejemplo, en vez de esperar a que la gente piense y opte por estrategias de largo plazo para su propio beneficio, la regulación debería anticipárseles y ayudarles a tomar esas decisiones a través de marcarlas como “las opciones de no acción” por parte de los interesados.


En el caso de Colombia, por ejemplo, ha debido marcarse como “opción de no acción” (*default option*) la de jóvenes ahorrando en portafolios de mayor Riesgo/Retorno, en vez de haberlos matriculado en la opción de bajo Riesgo/Retorno, que es la adecuada, pero para los que están prontos a pensionarse.

Este enfoque innovativo del comportamiento ha tenido profundas repercusiones sobre la agenda y los programas sociales a nivel microeconómico. No deben buscarse teorías generales sobre asignaciones óptimas sociales, sino que cada área sectorial y geográfica parece tener sus propias condiciones de optimización, donde los factores culturales juegan un papel diferenciador crucial. Esto ha llevado a que los programas de subsidios condicionados (*Conditional Cash-Transfers*) deban estudiar primero lo que funciona en la práctica y así optimizar las asignaciones presupuestales en educación y salud, siendo excelentes ejemplos las experiencias de Banerjee y Duflo (2011).

Por último, no sobra recalcar la profunda incidencia que ha tenido este enfoque del comportamiento en muchos campos de la economía, no únicamente en los relacionados con decisiones micropersonales, sino también en el comportamiento de “las masas” y de la organización del Estado.

Por ejemplo, recientemente dos reconocidos profesores de macrofinanzas, Akerlof y Shiller (2015), han incursionado en la incidencia que toda esta “arquitectura de las decisiones” tiene sobre múltiples mercados, incluyendo los efectos manada en mercados financieros, pensionales y de la salud. Así, los temas de psicología de masas, de los “espíritus animales”, han venido por fin a complementar el entendimiento en la toma de decisiones de una gran porción de la población.

A nivel de organización estatal, Sunstein lideró bajo la Administración Obama la unidad de “incentivos amigables” para tratar de achicar el Estado y volverlo más eficaz en sus tareas; sin embargo, los resultados

han dejado mucho que desear y el DNP debería tomar nota de los desafíos que allí se tienen en el caso de Colombia, ver Anif, 2017c. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

Anif (2017), “Premio Nobel de Economía 2016: Teoría de contratos de Hart y Holmström”, *Comentario Económico del Día* 6 de abril.

Anif (2017b), “Impuesto a las bebidas azucaradas: ¿Por qué no se discutió en el Congreso?”, *Comentario Económico del Día* 8 de marzo.

Anif (2017c), “Burocracia estatal: papel del DNP bajo mandato OECD”, *Diario sobre achicamiento estatal*, *Comentario Económico del Día* 4 de mayo.

Banerjee A. V. and Duflo E. (2011), *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty* (PublicAffairs, New York); ver comentarios en http://anif.co/sites/default/files/torre160_0.pdf.

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

M. Lewis (2017), *The Undoing Project* (W. W. Norton & Company, New York - London); ver comentario en http://anif.co/sites/default/files/torre_de_marfil_178_lewis.pdf.

Factoring

Reciba el pago anticipado de sus facturas de forma rápida, fácil y segura.



- ✓ Genera liquidez inmediata.
- ✓ Obtiene descuentos a tasas favorables.
- ✓ Facilita el acceso a cupos de crédito.
- ✓ Mejora sus indicadores financieros.(Capital de trabajo, Flujo de caja operacional y Cuentas por cobrar).
- ✓ Asegura una fecha de pago de sus facturas.
- ✓ Optimiza el recaudo de su cartera.
- ✓ Contribuye al aprovechamiento de descuentos comerciales.
- ✓ Permite el crecimiento de su negocio.
- ✓ Incrementa su capital de trabajo.

Consulte más información en **avillas.com.co**


Comuníquese en Bogotá con nuestro **Especialista de Factoring Red Oficinas:** 2419600 Ext. 5737
o a la **Dirección de Factoring:** 2419600 Ext. 5191- 5379 - 5685 - 87678 - 87679

CNE Medellín 6041477 Ext. 83502 **CNE Barranquilla** 3850730 Ext. 87546

CNE Cali 4855487 Ext. 87588

PREFERENCIA
Programa para viajes empresariales

Avianca 

A STAR ALLIANCE MEMBER 



PERTENECER AL PROGRAMA PREFERENCIA ES TENER UN MUNDO DE PRIVILEGIOS A DISPOSICIÓN DE SU EMPRESA

Si su empresa aun no hace parte de Preferencia, lo invitamos a inscribirse y disfrutar todas las ventajas de nuestro programa.

Para mayor información

consulta aquí

programapreferencia.com

LifeMiles 